全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



HZ BOOKS
华章经管

WILEY

投资名人堂

掌管20亿美元共同基金，
连续10年打败S&P500指数

财富引路人

成功基金经理的经济学解释及投资备忘录

（美）罗恩·米伦坎普（Ron Muhlenkamp）著
温迪·米伦坎普·米勒（Wendy Muhlenkamp Miller）编辑
李国平 译

Ron's Road to Wealth
Insights for the Curious Investor



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资名人堂

财富引路人

成功基金经理的经济学解释及投资备忘录

（美） 罗恩·米伦坎普（Ron Muhlenkamp） 著
温迪·米伦坎普·米勒（Wendy Muhlenkamp Miller） 编辑
李国平 译

Ron's Road to Wealth

Insights for the Curious Investor



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Ron Muhlenkamp. Ron's Road to Wealth: Insights for the Curious Investor.

Copyright © 2008 by Ron Muhlenkamp

This translation published under license. Simplified Chinese Translation Copyright © 2008 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。

未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有John Wiley & Sons公司防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究

本书法律顾问　北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2008-0320

图书在版编目（CIP）数据

财富引路人/（美）米伦坎普（Muhlenkamp, R.）著；李国平译. —北京：机械工业出版社，2008.9

（投资名人堂）

书名原文：Ron's Road to Wealth: Insights for the Curious Investor

ISBN 978-7-111-24432-5

Ⅰ.财…　Ⅱ.①米…　②李…　Ⅲ.投资−基本知识　Ⅳ.F830.59

中国版本图书馆CIP数据核字（2008）第089089号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号　邮政编码　100037）

责任编辑：胡智辉　　版式设计：刘永青

北京牛山世兴印刷厂印刷・新华书店北京发行所发行

2009年1月第1版第1次印刷

170mm×242mm・18印张

标准书号：ISBN 978-7-111-24432-5

定价：42.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

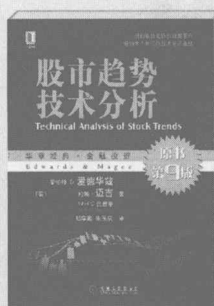
本社购书热线：（010）68326294

投稿热线：（010）88379007

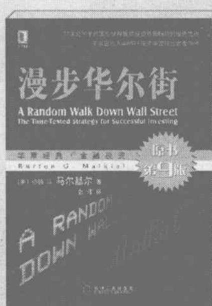
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



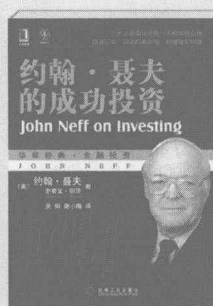
阅读经典 卓越人生



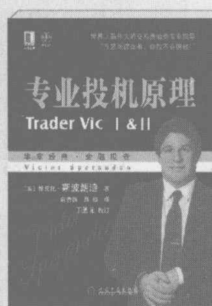
ISBN 978-7-111-23901-7
作者：罗伯特 D. 爱德华兹
定价：78.00元



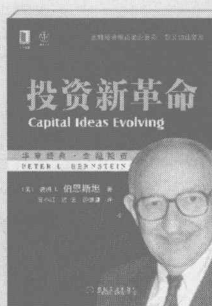
ISBN 978-7-111-23566-8
作者：伯顿 G. 马尔基尔
定价：48.00元



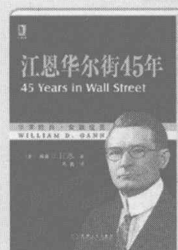
ISBN 978-7-111-23867-6
作者：约翰·聂夫
定价：38.00元



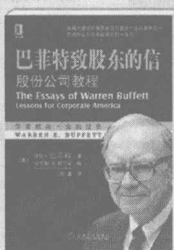
ISBN 978-7-111-23292-6
作者：维克托·斯波朗迪
定价：68.00元



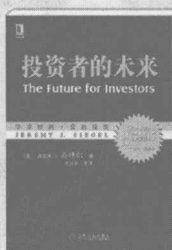
ISBN 978-7-111-23456-2
作者：彼得 L. 伯恩斯坦
定价：36.00元



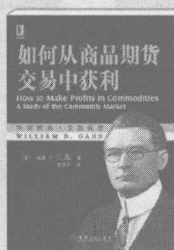
ISBN 978-7-111-11199-0
作者：威廉 D. 江恩
定价：22.00元



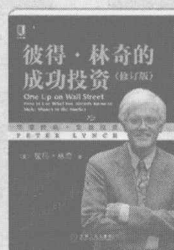
ISBN 978-7-111-13303-X
作者：沃伦·巴菲特
定价：38.00元



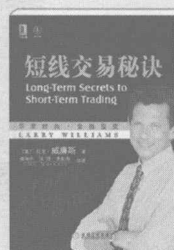
ISBN 978-7-111-19645-9
作者：杰里米 J. 西格尔
定价：42.00元



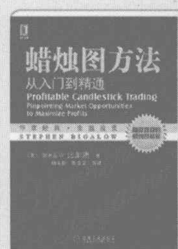
ISBN 978-7-111-20160-4
作者：威廉 D. 江恩
定价：58.00元



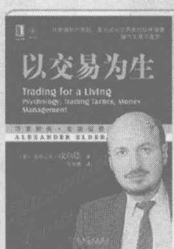
ISBN 978-7-111-20050-0
作者：彼得·林奇
定价：38.00元



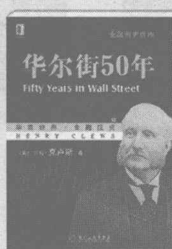
ISBN 978-7-111-20318-6
作者：拉里·威廉斯
定价：38.00元



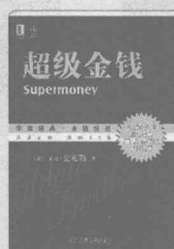
ISBN 978-7-111-12850-8
作者：斯蒂芬 W. 比加洛
定价：32.00元



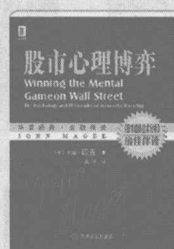
ISBN 978-7-111-20757-3
作者：亚历山大·埃尔德
定价：36.00元



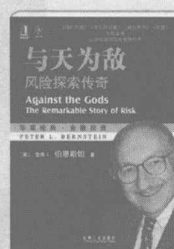
ISBN 978-7-111-21235-5
作者：亨利·克卢斯
定价：38.00元



ISBN 978-7-111-21237-9
作者：亚当·史密斯
定价：32.00元



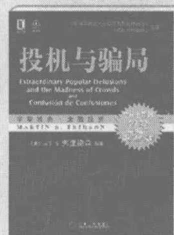
ISBN 978-7-111-10962-4
作者：约翰·迈吉
定价：58.00元



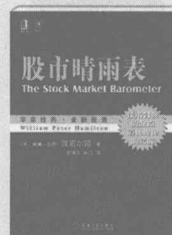
ISBN 978-7-111-21716-9
作者：彼得 L. 伯恩斯坦
定价：38.00元



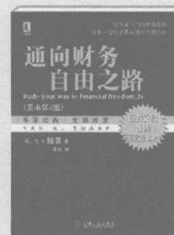
ISBN 978-7-111-21565-3
作者：小弗雷德·施韦德
定价：25.00元



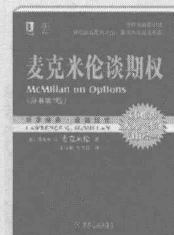
ISBN 978-7-111-21718-3
作者：马丁 S. 弗里德森
定价：36.00元



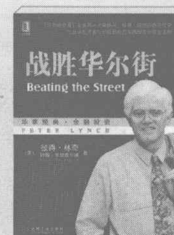
ISBN 978-7-111-22494-5
作者：威廉·彼得·汉密尔顿
定价：38.00元



ISBN 978-7-111-22660-4
作者：范·撒普
定价：48.00元



ISBN 978-7-111-22796-0
作者：劳伦斯 G.麦克米伦
定价：80.00元



ISBN 978-7-111-21894-4
作者：彼得·林奇
定价：48.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



智慧投资 成功理财



ISBN 7-111-23860
定价：78.00 元



ISBN 7-111-24190
定价：32.00 元



ISBN 7-111-24088
定价：35.00 元



ISBN 7-111-24056
定价：35.00 元



ISBN 7-111-23847
定价：32.00 元



ISBN 7-111-22043
定价：38.00 元



ISBN 7-111-23196
定价：48.00 元



ISBN 7-111-10462
定价：32.00 元



ISBN 7-111-11133
定价：38.00 元



ISBN 7-111-16256
定价：36.00 元



ISBN 7-111-18080
定价：35.00 元



ISBN 7-111-20159
定价：35.00 元



ISBN 7-111-18035
定价：28.00 元



ISBN 7-111-23537
定价：35.00 元



ISBN 7-111-21680
定价：30.00 元



ISBN 7-111-20250
定价：35.00 元



ISBN 7-111-20471
定价：35.00 元



ISBN 7-111-20721
定价：35.00 元



ISBN 7-111-20431
定价：32.00 元



ISBN 7-111-20119
定价：32.00 元



ISBN 7-111-21586
定价：32.00 元



ISBN 7-111-21566
定价：32.00 元



ISBN 7-111-22803
定价：38.00 元



ISBN 7-111-20909
定价：32.00 元



ISBN 7-111-21790
定价：42.00 元



ISBN 7-111-22488
定价：49.00 元



ISBN 7-111-21272
定价：21.00 元



ISBN 7-111-18082
定价：19.80 元



ISBN 7-111-21213
定价：42.00 元



ISBN 7-111- 21016
定价：28.00 元



ISBN 7-111-14175
定价：39.80 元



ISBN 7-111-22043
定价：38.00 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗恩·米伦坎普是全美著名的基金经理，10年投资平均回报率为16%，他也是一位价值投资的信徒。在他经验丰富的投资生涯中，米伦坎普认识到了投资与经济的关系，他认为，投资者必须了解投资大气候，诸如通货膨胀、利率、政策规则、国际时事，这样才能超越眼前的吹捧和恐惧，获得长期收益。

在本书中，米伦坎普提出了投资应遵循的基本原则：

- 长远而言，股市与债市是理性的；而且，理性的长远市场通常只需要3年的时间就能压倒并取代非理性的短期市场。
- 投资风险不能只以价格的波动来度量；对投资风险的更好度量应该是以长远上由于证券价格下跌、税收与通货膨胀而导致的购买力的下降来表示。
- 如果支付的价格太高，那么你可能会把一个好的公司变成一笔糟糕的投资；没有哪家公司优秀到可以让你不计代价来购买它。
- 退休的人们无需本金给他们带来的收入，他们需要花费他们的资产给自己带来的财富。
- 长远来看，股票比债券能够为你挣更多的钱，这并非因为股票比债券更具风险，而是因为公司管理者为拥有公司的投资者谋利，并损害将资金借给公司的投资者的利益。
- 要消费繁荣，就必须创造繁荣。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序

罗恩·米伦坎普涉足股市始于1968年，其时正值美国20世纪60年代的牛市急速跌人1973～1974年的熊市与20世纪70年代的滞胀之中。历经数十年的实践而积累起来的投资知识与为公众所普遍接受的看法轰然失效，而那些人们自以为掌握在手的关于股票与投资的方方面面知识也都不再有用。

因此，米伦坎普在股市的职业生涯可以说是白手起家。他研究了学术理论与公众所普遍接受的看法，同时开始提出如下基本问题：作为投资者，你如何估算一个公司到底值多少钱？在股市中，你怎么知道到底该付多少钱购买某公司的股票？在投资股票与债券时，哪些因素在起作用？为什么？

本书就是米伦坎普40年来为上述问题寻求答案的结果，它为投资者提供了一个可以让他们踏上的坚实基地，让他们能够依据基本原则做出理性决策，而不是依据每天的新闻及伴随这些新闻而来的“吹捧”与“希望”而做出充满感情色彩的决策——我们知道，这些“吹捧”与“希望”是最昂贵的字眼。

在本书中，米伦坎普发现并提出了进行聪明的投资所应遵循的基本原则。这些原则包括：

- 从长远而言，股市与债市是理性的；而且，理性的长远市场通常只需要3年的时间就能压倒并取代非理性的短期市场。
- 投资风险不能只以价格的波动来度量；对投资风险的更好度量应该是以长远来看由于证券价格下跌、税收与通货膨胀而导致的购买力的下降来表示。
- 如果支付的价格太高，那么你可能会把对一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好的公司的投资变成一笔糟糕的投资；没有哪家公司优秀到可以让你不计代价来购买它的股票及债券。

- 退休的人无需本金给他们带来收入，只需要花费他们的资产。
- 从长远来看，股票比债券能够为你挣更多的钱，这并非因为股票比债券更具风险，而是因为公司管理者为拥有公司的投资者谋利，并损害将资金借给公司的投资者的利益。
- 要消费繁荣，就必须创造繁荣。

米伦坎普并非仅仅提出这些原则而已，他解释了发现这些原则的过程，这样人们就能够以自己的经验与知识与之对照，从而检验他的结论。他与你分享这些经验教训，并告诉你如何将这些经验教训应用于股市与债市投资。他告诉你在股市和债市中你该脚踏何处，如何像他那样应用这些原则。

在洪流将你与你所拥有的一切席卷而去之际，要幸免于难，脚踏实地必不可少。在股市和债市由于吹捧、希望、恐惧与迷惑而波涛汹涌之际，应用牢不可破的投资原则同样必不可少。本书提供了进行明智而有收获的投资所必需的原则。我们希望你会发现它们对你有所裨益。

安东尼·米伦坎普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言

在过去的40年里，我学会了一些关于经济学与投资的有趣事情。从我所学到的东西中，我得出了如下结论：

- 投资结果与经济结果密切相连，而不是随机扔出的骰子；
- 要取得投资的成功，你无需预测未来，只要知道那些作用于当今的经济因素就可以了。

在本书中，我想与你分享我所学到的，以便你能得出自己的结论。我发现，做到这一点的最佳途径就是向你解释过去40年中发生了哪些事情。坦率地说，我发现，我们今天看到的很多事情类似于我们以前经历过的。例如，美国政府现在的预算赤字与20世纪80年代的预算赤字非常相像。我无法告诉你过去的情景何时将再重复出现，但我相信它会重复。因此，了解过去，你就能知道未来应该关注什么。

人们常常问我，在我看来，股票的价格或者股市将持续上涨或者下跌多久，或者上涨或下跌到什么程度。人们要求我就这个问题给出一个明确的日期或者数字。这如同要菜农说出他们预计采摘西红柿的日子与西红柿的大小一样。任何菜农都会觉得这个问题很愚蠢。对“你哪天摘西红柿？”这一问题的唯一的聪明的回答是“西红柿熟了的时候”。确定西红柿是否已经熟了比事前预测西红柿什么时候成熟容易多了。

我无法告诉你如何预测市场，但我将告诉你应该关注什么。市场很像天气，它们有日常变化，有季节性变化，还有气候性变化。作为投资者，你面临的挑战就是预计市场的变化，在变化出现时发现变化的到来，并了解变化的含义。





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收集在本书中的很多短文是我因应市场的变化而写作的——我感觉到了这些市场变化，而一般投资者却还没有意识到。我预料这些变化将会再次发生，因此这些短文仍然有用。这些短文是按它们最初的写作日期收集编辑的，我加上了日期以便你能了解这些变化发生的环境。记住，我们的目标是在变化发生时能够认识这些变化。因此，要想从了解过去发生的变化中获益，我们就必须了解这些变化发生的环境。

本书中其他一些短文是因应我发现的盛行于投资界的那些误解而写作的。我发现这些误解正导致投资者做出糟糕的投资决策，因此，我写了这些短文来揭穿这些误解。这些短文也收集在本书中，因为这些误解仍然充斥在投资者中。我希望能向你解释为什么这些误解是错的，这样，你自己就能够分辨哪些东西不应该听信，从而能够做出更好的投资决策。

收入本书的其余短文涉及的内容非常广泛，包括个人理财、投资选择、经济学，甚至政治。这是因为股市与债市不是存在于真空之中。股市与债市是由经济推动的，而经济则是由人推动的。人就是消费者、工人、企业所有者、选民、纳税人、债务人与债权人。经济（与市场）不过是所有人的经济决策聚合在一起的结果而已。从短期来看，这些经济决策可能充满了感情色彩，因为人们可能会情绪化，而公众则可能陷入情绪的波动之中，但是从长远而言，驱动市场的是经济原则。

如果你想学会如何进行成功的投资，如果你奇怪市场为什么像我们所看到的那样发生变动，如果你愿意花费精力弄明白这些问题的答案，那么我出版本书就是为了给你提供上述答案。

罗恩·米伦坎普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

推荐序

前言

第一部分 投资基础知识

第1章 1965～1978年

了解货币……3

通货膨胀和住房抵押贷款利率：

了解投资环境的变化……6

经济气候改变时，它也会改变规则……9

第2章 投资选择……10

投资选择1：短期负债……10

投资选择2：长期负债……13

投资选择3：股票（普通股）……17

股票不是高风险证券吗……19

使投资选择变得合理……28

我们现在能得到什么样的收益呢……30

我们学到了什么……31

第二部分 短文

第3章 1965～1978年

美国经济经历着加速上涨的通货膨胀……35

第4章 1979～1981年

从通货膨胀到通货紧缩……40

为什么市场下跌了……41

投资名人堂

Ron's Road to Wealth

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章 1982～1992年

债券赚钱，股票也赚钱 ……50

美国，醒醒：房地产为你挣不了钱！ ……54
工人的胜利 ……57
米伦坎普对经济学的思考 ……66
一个美国家庭对联邦预算的看法 ……69
通货膨胀是定时炸弹 ……74
拆除通货膨胀定时炸弹 ……77
什么是风险 ……80
这是先见之明 ……83
致我所在选区国会议员的公开信 ……86
为什么我喜欢长期国债而不喜欢存款凭证
或货币市场基金 ……90
事情变化越多，它们就越会持续不变 ……92
我想让孩子们知道的基本金融准则 ……94
为什么近期内利率不会"回升" ……96
妈妈：您利息收入的减少将会持续 ……100
投资与农业：了解气候 ……103
我们如何从自由贸易中获益 ……107
个人理财（金融准则之二） ……115

第6章 1993～1998年

债市平淡，股市挣钱 ……118

投资气候 ……120
警惕高收益 ……126
什么是风险 ……130
股价过高了 ……137
分散化投资：过犹不及 ……142
股票市场的游戏和投资事业 ……146

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每年向个人退休账户投资或者如何通过
开二手车富有地退休 ……147
为后代的遗产规划 ……151
为收入而投资的问题 ……154
人寿保险基础知识 ……159
我为什么喜欢单一税率 ……162
政府支出的问题 ……166
对未来的思考 ……170
为什么美联储提高了短期利率 ……172
《华尔街股市投资经典》评论 ……177
争夺消费者 ……180

第7章 1999～2001年

狂热年（有人称之为“泡沫年”）繁荣……183

经济繁荣 ……185
税收：旧所得税申报表与提议中的
所得税申报表的对比 ……189
用数字说明社会保障 ……191
再论社会保障：解决社会保障问题的
方案 ……197
经济学及2000年大选为什么重要 ……205
如何选择资金经理……211

第8章 2002～2006年

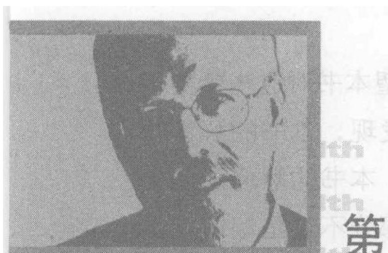
回归正常……214

消费者支出 ……217
投资国外 ……227
狂热、衰退与回到正常 ……231
你愿意为一个理论损失多少钱 ……238

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章 2007年
走向何方 …………253
结束语 …………269
附录 生命与投资基础知识阅读书目 …………271
词汇表 …………273

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一部分

投资基础知识

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在第一部分我们将介绍投资的基础知识，对进行聪明的投资管理的基本原则予以简要概述。第一部分尝试回答以下问题：哪些因素在投资中起作用？什么因素对于投资有意义？哪些没有意义？为什么？

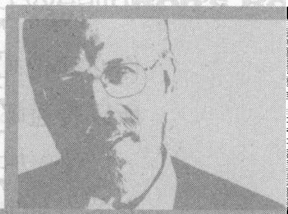
那些在图表中列出的事实并不是什么新东西，但是希望本书对这些事实的解释能够提供一些让你进行思考的新东西。你可能会发现，本书的解释给你提供了一个关于投资的新视角：市场可能是理性的。本书的解释甚至可能让你认识到，在媒体对市场的众多报道中，很大一部分不过是煽情炒作而已。知道这一点可以让你们——投资者——晚上睡得更安稳。

理解投资的第一步是理解货币，因此，在本书的第1章，我们将讨论货币、通货膨胀以及通货膨胀是如何驱动投资环境的。然后，我们将向你揭示认识投资环境如何让你赚钱。

在第2章，我们将温习三类有价证券：短期债券、长期债券和股票。它们是如何运作的？是什么使它们赚得收益？聪明的投资者应该在哪里投入他们的金钱？

“投资基础知识”是投资的生存指南。了解这些基础知识可以帮助投资者认清围绕在他们周围的各种不断变化着的，并且常常是相互冲突的投资信息。我发现，如果不脱离这些基础知识，你就不会偏离基本面太远。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第1章

了解货币

(1965-1978年)

改编自2002年12月在米伦坎普公司举行的一次研讨会上所做的报告。辅助图表更新到2006年。

要了解投资，首先必须了解货币。要了解如今的投资市场，首先必须了解过去的50年——过去的50年为今天的市场提供了背景。那段时间中重大市场变化（我们称之为气候变化）的主要驱动力一直是通货膨胀及其对我们的货币所产生的影响。

图1-1列出了1968、1978和2007年的3张邮票；它们的价格分别是6美分、13美分和41美分。这3张邮票的价值完全一样——每张邮票都代表在美国邮寄一封重一盎司普通信件的邮资。3张邮票的价格和日期都不一样。在1968～2007年之间，经历了变化的不是邮票的价值，而是美元的价值。



图1-1 通货膨胀与货币价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1968～1978年，美元丧失了一半的价值。因此，要获得相同的价值，你必须把邮票的价格提高一倍。1978～2007年，美元又丧失了2/3的价值，所以普通邮票的价格提高了3倍。

对一加仑到底是多少，美国联邦政府设立了标准，所以没有人能在一加仑的汽油到底是多少这件事上欺骗你。同样，对蒲式耳、吨、码和英寸，我们都有规定的标准，但是对货币的价值，却没有任何标准。当我们把货币的价值看做是固定的，像其他的度量衡单位一样，我们就会遇到麻烦。为了证实我的观点，我们不妨想象一下如果某种度量衡单位没有规定的标准，结果会怎样。

我妻子康妮是个裁缝。购买布匹时，她以码计算。假设她买布的那家布店设法每月将量布尺子缩短1/4英寸[㊀]。一个月1/4英寸，那么一年就是3英寸，一年就会缩短8%（1968～1978年，每年通货膨胀率大约为8%）。结果，我妻子开始缺布。她用自己的尺子重新量了下从布店里买来的布，发现是商店欺骗了她。

但是，倘若那个布店设法把我妻子康妮的尺子也每月缩短1/4英寸，结果会怎样呢？那么她就会深信不疑：我在长高！以此类推，以1968年的美元衡量，我身高39英尺[㊁]！如果你的码尺以货币贬值的比率缩短，按今天的标准，我身高39英尺。通货膨胀的影响很容易被忽略，因为通货膨胀缩短了每个人的码尺。随着时间的推移，通货膨胀对我们手中货币的影响将是巨大的。忽视通货膨胀影响的后果可是我们承担不起的。

图1-2绘出了自1952年以来的消费物价指数（CPI）——CPI是通货膨胀的标准衡量方法。作为消费者，大部分人都将通货膨胀视为价格的不断上涨——在过去的54年中，价格年复一年地上涨了这么多；而作为投资者，我们不是将通货膨胀视为价格的不断上涨，而是视为货币价值的不断降低萎缩，正如图1-3所显示的那样。图1-2与图1-3提供的信息是相同的，只是视角不同。

在过去的54年中，你的钱无论是收入还是资产，在以这一速度丧失价值。在这一段时期中，过去的1美元现在贬值成了15美分。我们的尺子一直就是以这一比率缩短的。如果你谈论的是投资，那一切就是用美元来衡量，这意味着一切就是用这一把尺子来衡量的。对这些美元，你要做的第一件事

㊀ 1英寸=25.4毫米。

㊁ 1英尺=30.48厘米。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是根据这把不断缩短的尺子来调整它们。因为同股票与债券相比，大部分人对房地产（特别是住宅和住房抵押贷款）更有经验，所以我们还是讨论房地产，尤其是住房抵押贷款，以解释在过去的54年中，你手中货币的价值发生了什么变化。

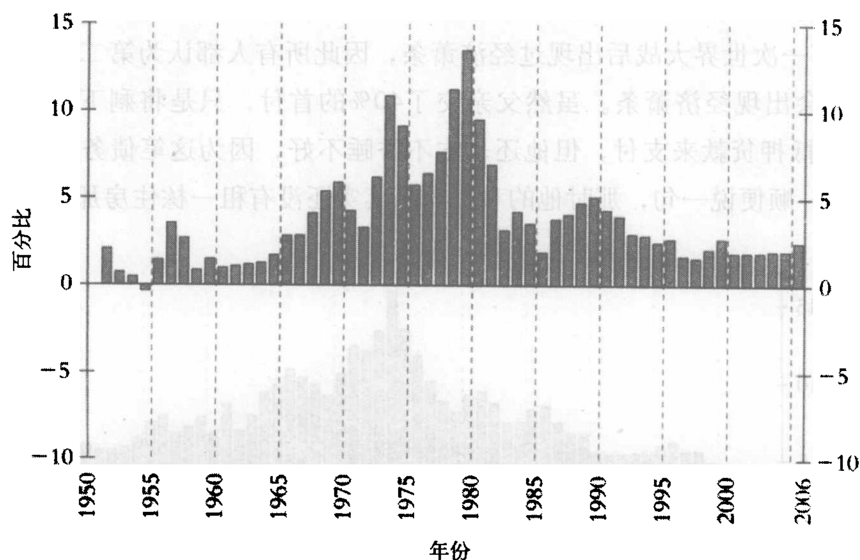


图1-2 通货膨胀，1952～2006年

资料来源：Bureau of Labor Statistics.

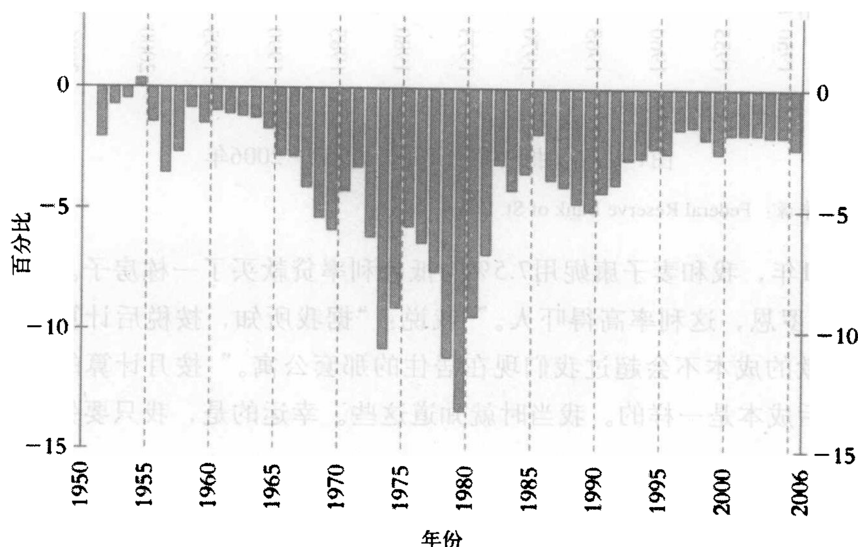


图1-3 倒通货膨胀，1952～2006年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通货膨胀和住房抵押贷款利率：了解投资环境的变化

图1-4所示是1952～2006年的名义抵押贷款利率，这是银行或存贷款机构在给你提供抵押贷款时所报出的利率。1951年，我父亲用4.5%的抵押利率贷款买了一个农场。所有的邻居都说："下次经济萧条来临时，你会破产的。"第一次世界大战后出现过经济萧条，因此所有人都认为第二次世界大战后也会出现经济萧条。虽然父亲交了40%的首付，只是将剩下的60%以4.5%的抵押贷款来支付，但他还是吃不香睡不好，因为这笔债务让他害怕得要死。顺便说一句，那时他的利息支出其实还没有租一栋住房那么多。

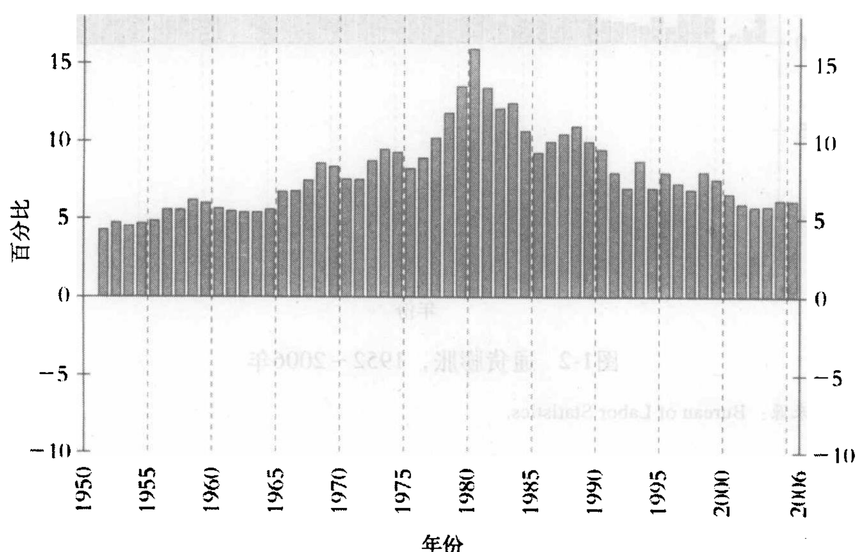


图1-4 名义抵押贷款利率，1952～2006年

资料来源：Federal Reserve Bank of St. Louis.

1971年，我和妻子康妮用7.5%的抵押利率贷款买了一栋房子。父亲对我说："罗恩，这利率高得吓人。"我说："据我所知，按税后计算，这个抵押贷款的成本不会超过我们现在居住的那套公寓。"按月计算的话，它们的税后成本是一样的。我当时就知道这些。幸运的是，我只要知道这些就够了。

1981年，我兄弟洛德以14%的抵押利率贷款买房。我对他说："洛德，利率太高了。"他回答道："不用担心，通货膨胀会升高，它会帮我忙的。房子的价格会上涨。我不担心利率太高。"想想这个：我父亲对4.5%的利息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还担心得要死，而我兄弟对高达14%的利率却不以为然，这就是因为经济气候变化导致人们对利率态度的完全转变。

在图1-5中，我们将名义抵押利率与倒转过来表示的通货膨胀率放在一起。初看起来，我们会觉得两个图差不多完全一样，但事实上，通货膨胀率的上涨远远早于抵押贷款利率的上涨。随后，在20世纪80年代，通货膨胀率迅速下降，而抵押贷款利率则是逐步下跌的。

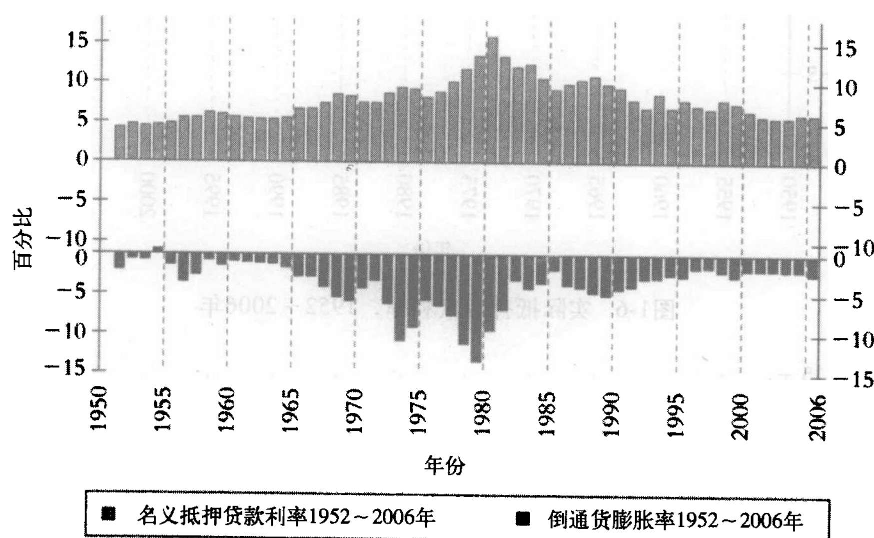


图1-5 名义抵押贷款利率与倒通货膨胀率，1952～2006年

20世纪70年代，人们一直说："不错，通货膨胀率是在上涨，但它会下降的。"到20世纪80年代，人们一直说："没错，通货膨胀率下降了，但它还会再涨上去的。"可见人们的认识远远落后于现实。一些人总喜欢说华尔街可以预测未来，可以预测6个月之后的状况。在关于公司收益之类的事情上，华尔街确实能够预测未来，但在通货膨胀率的变化——货币价值的变化方面，华尔街落后于现实10年之久。在对通货膨胀的认识——起初是对通货膨胀的上升，之后是对通货膨胀的下降上，华尔街都落后于现实10年之久。这10年之久的滞后可以让你赚得（或损失）巨大数额的金钱。

如果我们取两个图的净值，就会得到实际抵押贷款利率（名义抵押贷款利率减去通货膨胀率）。图1-6所示就是实际抵押贷款利率。

抵押贷款的利息是可以在税前从应税收入中扣除的。如果我们在税收上进行调整，就得到了图1-7。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

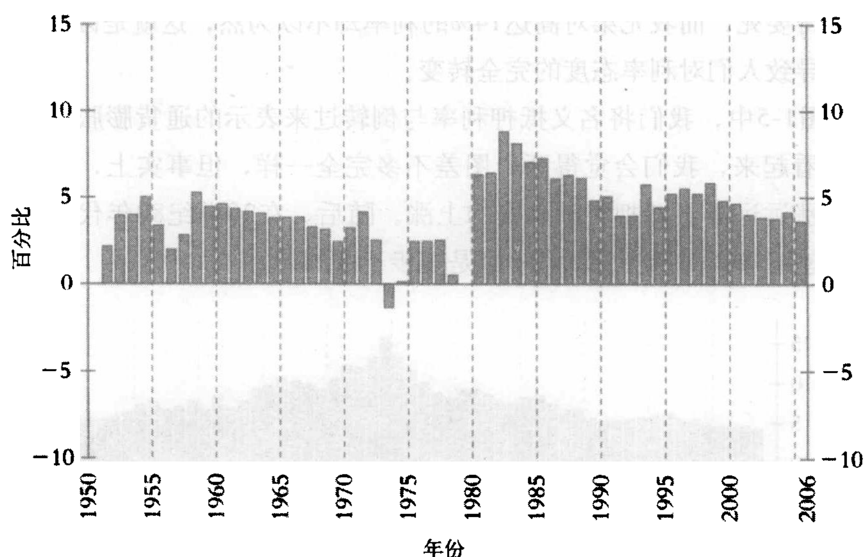


图1-6 实际抵押贷款利率，1952～2006年

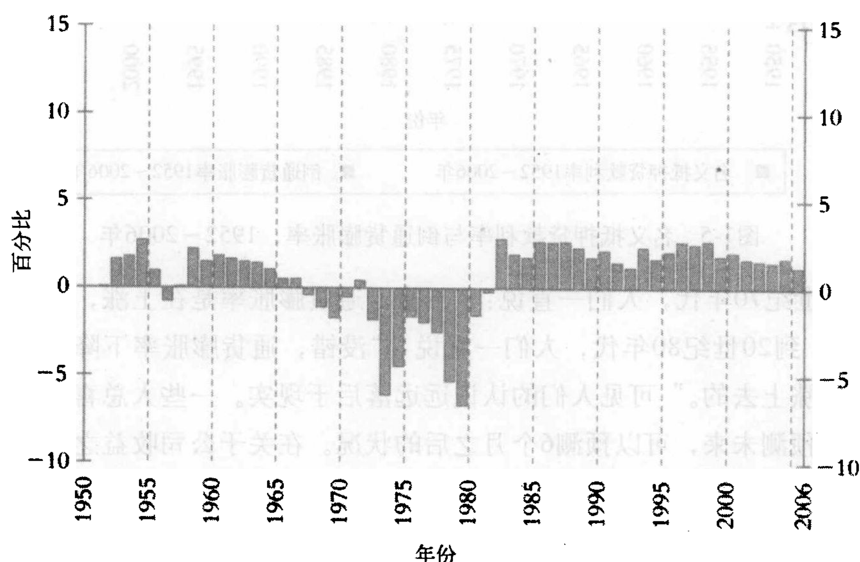


图1-7 实际税后抵押贷款利率，1952～2006年

图1-7看起来有些不同吧？从图1-7中，我们看到了3种不同的经济气候：

(1) 1952～1967年，长期债务会让你亏损。扣除了税收和通货膨胀因素后，我父亲4.5%的抵押贷款利率的实际利率为2%，所以我们必须拼命工作以早日还清贷款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(2) 1968～1981年，长期债务实际上会让你赚钱。康妮和我于1971年买了一栋房子。不久之后，我就意识到我最不希望做的事情就是把贷款快点还清。我的抵押贷款正在帮我挣钱啊！我多希望我当时以更大的一笔贷款买了一栋更大的房子啊。记住这句话："用房产的增值借更多的抵押贷款，买更大的房子。"1968～1981年，当时的经济气候使借钱变成了有利可图的交易。"用房产的增值借更多的抵押贷款，买更大的房子"确实可行，但是随后经济气候又发生了变化。

(3) 到了1982年，借钱又成了负债。我兄弟14%的抵押贷款让他遭受亏损。在两年之内，他将利率降到11%，但他还是在亏损。在整个20世纪80年代，他都愿意支付高达11%的抵押贷款利率，因为他认为通货膨胀会上涨回来。他坚持这种看法是因为，他认为他在20世纪70年代所经历的高通货膨胀水平是正常现象，他没有意识到，经济气候已经改变了。

经济气候改变时，它也会改变规则

理解图1-7中所显示的经济气候的变化对理解过去50年中很多投资的成功和失败非常关键，它就有这么重要，它揭示了为什么同一个投资策略在一个时候是有用的，但在另一个时候突然就失灵了。换句话说，经济气候改变时，它也会改变规则。在20世纪70年代，你我最应该做的事情就是借钱。对我们中的大部分人来说，借钱的方式就是买房地产。我的那些在20世纪70年代贷款买了农场的堂兄弟们现在已经是百万富翁了，而那些在20世纪80年代才开始贷款买农场的人现在都已经破产了。

当经济气候发生变化，货币的价值发生变化时，它改变了一切——当然，是改变所有用货币来衡量其价值的一切。你无须预测经济气候何时会改变，但当它改变时，你必须能够认识到它的改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第2章

投 资 选 择

改编自2002年12月在米伦坎普公司举行的一次研讨会上所做的报告。辅助图表更新到2006年。

现在我们考虑每个投资者都在思考的问题——如何通过投资来增加财富。事实上，只有3类有价证券可供选择：短期负债、长期负债和股票。我们首先回顾这3类证券，然后告诉你如何使你的投资选择具有意义。

在每一个投资交易中都有交易两方：借款人和贷款人，或者买方和卖方。当个人、公司或者政府需要更多资金时，它可以贷款、发行债券或发行股票，但只有在别的人愿意提供贷款，购买债券或购买股票时，才能筹到钱。两方的需求必须都得到满足，否则交易就不会发生。因此，在选择所要投资的有价证券时，我们必须将交易双方都牢记在心。

投资选择1：短期负债

短期负债有价证券包括活期存款账户、存款凭证和国库券。人们认为，这些投资是安全的，因为这些投资的本金是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由联邦政府（美国纳税人）通过联邦存款保险公司（FDIC）担保的。短期有价证券的利率是由市场决定的，但受到美国联邦储备委员会的巨大影响。

图2-1显示的是1952年以来的国库券名义利率。国库券是完全安全的，对吧？但我们必须记住，我们需要扣除通货膨胀的影响。扣除了通货膨胀的影响后，国库券的利率如图2-2所示。

在图2-2中，国库券就不那么好了。当国库券利率低于通货膨胀率时，投资者的购买力在遭受损失。国库券的本金也许得到了名义（以美元）上的担保，但你的购买力却没有得到担保。当短期利率低于通货膨胀率时，借方实际上是通过借钱在赚钱，而贷方却在亏钱。因此，2002年在人们担心美联储将加息时，作为投资者，我们要知道美联储早该加息了。必须提高利率，以使国库券能够让投资者在扣除通货膨胀后获得大于零的实际回报率的同向变动，调整过的国库券利率使得人们有了真正的收益。到2005年年底，美联储做到了这一点。

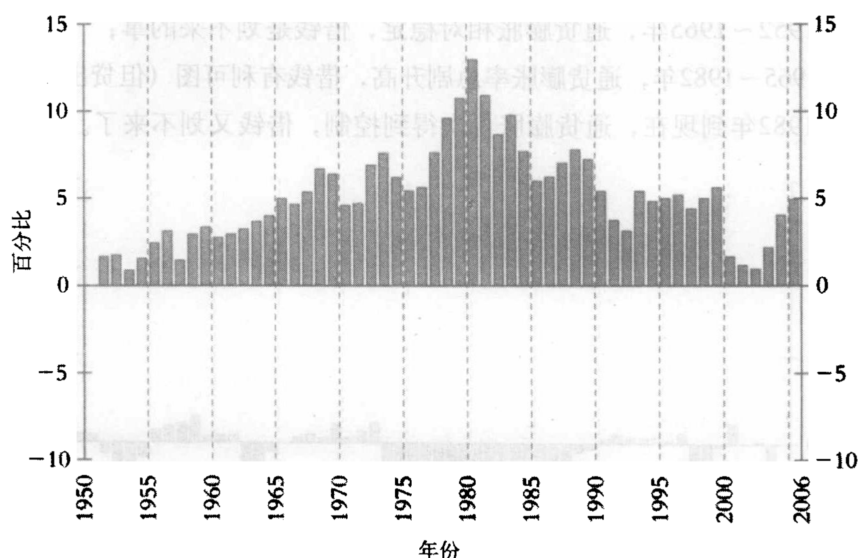


图2-1　名义国库券利率，1952～2006年

资料来源：Federal Reserve System Board of Governors.

如果你是纳税人，那么我们还需要做税收调整。税后的国库券利率如图2-3所示。注意，图2-3显示了3类经济气候，这与我们在第1章图1-7中所看到的一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

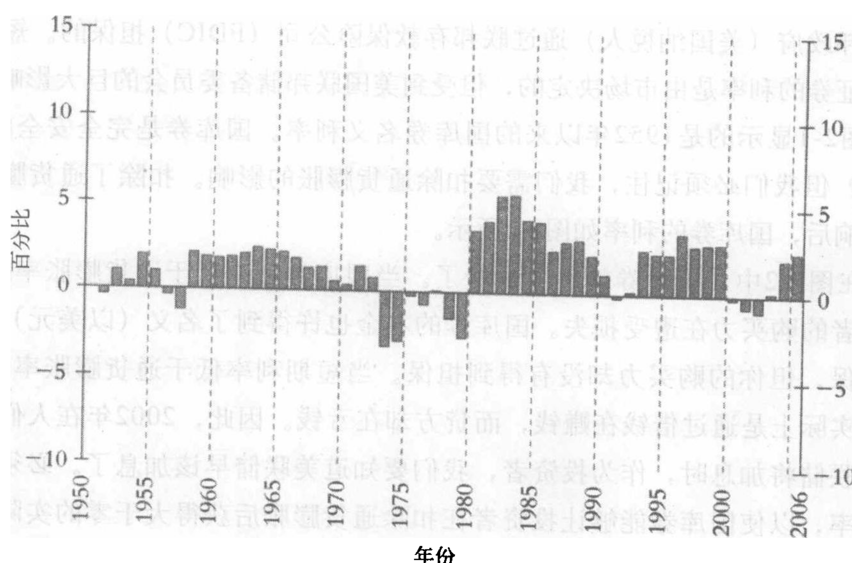


图2-2 实际国库券利率，1952～2006年

(1) 1952～1965年，通货膨胀相对稳定，借钱是划不来的事；

(2) 1965～1982年，通货膨胀率急剧升高，借钱有利可图（但贷出不是）；

(3) 1982年到现在，通货膨胀再次得到控制，借钱又划不来了。

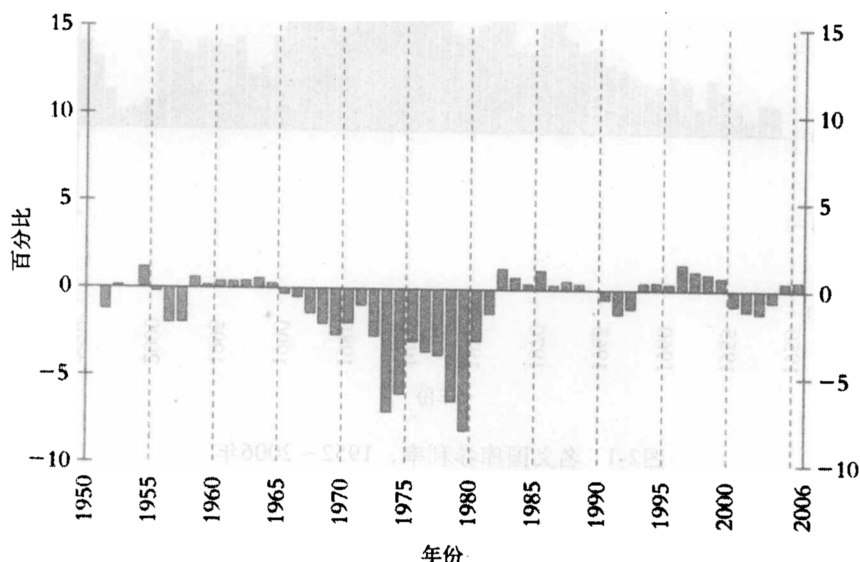


图2-3 实际税后国库券利率，1952～2006年

20世纪70年代，你我可以获得利率为7.5%的抵押贷款。即使当时的通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货膨胀率为10%，我们税后的成本仍然不到5%，因为我们母亲与祖母得到的存款利率只有5.25%。你我在抵押贷款上赚到的钱正是我们祖母的银行存款上亏损的。10年之后，我们的祖母厌倦了亏损，于是发生了三件事：

(1) 部分是为了遏制通货膨胀，卡特总统提名保罗·沃尔克（Paul Volcker）担任美联储主席；

(2) 部分是为了遏制通货膨胀，我们将一个名叫罗纳德·里根的人送入白宫担任美国总统；

(3) 我们的母亲与祖母都将存折里的钱取了出来，并投入了回报率为13%的货币市场基金，这导致了储蓄与贷款协会（S&L）的破产。

我相信，只要我祖母对大萧条的恐惧超过对通货膨胀的恐惧，她就会愿意将她的钱存在有担保的存款账户中，即使这么做让她蒙受损失。在蒙受了10年的损失之后，她对通货膨胀的恐惧超过了对大萧条的恐惧，于是她改变了存放储蓄的地方。第一次转移她存放储蓄的地方时，她很痛苦。如今，我祖母会为了得到5美分或者10美分——1%的1/10——而穿过街道将她的资金投入另一个地方，但这是在经过了很长一段时间——也是在对通货膨胀的恐惧超过了对大萧条的恐惧，之后她才开始这么做的。毕竟，在经济萧条中，你关心的不是你的资金回报率，而是取回你的资金。

20世纪70年代的财务痛楚，如图2-3所示，最终促使母亲与祖母对通货膨胀做出反应。同时，我们对通货膨胀的恐惧也做出了反应，并遏制住了通货膨胀。3年之内，通货膨胀率从13%下跌到4%。这两项行动逆转了经济气候。

投资选择2：长期负债

长期负债包括美国联邦财政部国债、公司债券、市政债券以及抵押贷款支持证券，这些证券得到了借方的担保。长期负债的利率由市场决定。在此，我们讨论一下美国联邦财政部国债利率，因为这些利率是其他长期债券利率的衡量标准。

图2-4显示了过去54年中美国长期国债的名义利率，它看起来很像抵押贷款利率。

在去除通货膨胀影响后，美国国债利率如图2-5所示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

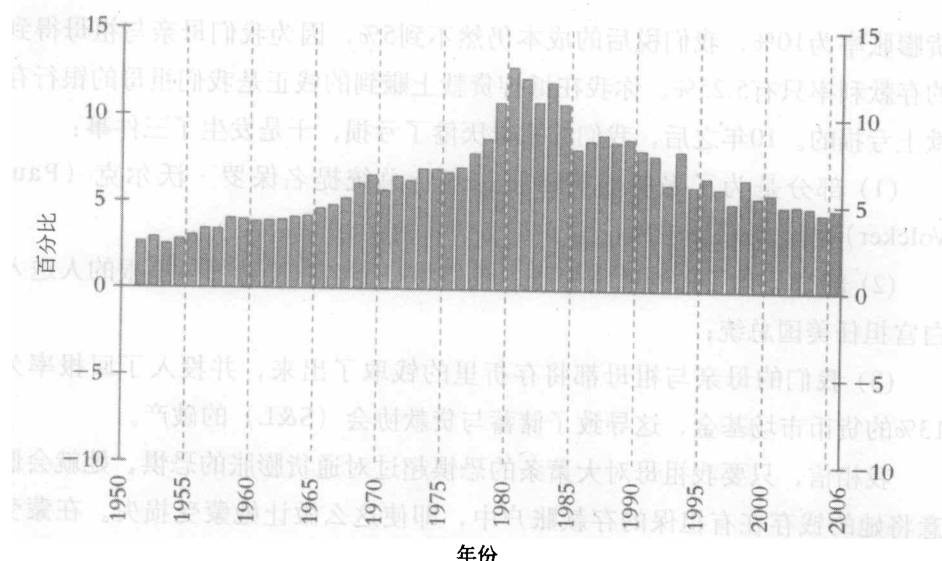


图2-4 长期政府债券名义利率，1952～2006年

资料来源：2002年2月18日，美国政府停止发行30年期政府债券系列。2006年2月9日重新发行这种债券。从2002年2月18日到2006年2月9日，美国财政部公布了一个系数，用于调整20年期债券的日名义到期期限，以便估计30年期债券的名义利率。历史性调整系数可以在以下网址找到：www.treas.gov/offices/domestic-finance/debt-management/interest-rate/ltcompositeindex_historical.shtml。

在图2-5中，你会注意到，我们在3%的位置画了一条线。历史上，扣除通货膨胀后，美国国债的收益率为2.5%～3%。如果国债利率比通货膨胀率高3%，那么国债的价格就是公平的，你也获得了利息收入。

1974～1981年，与通货膨胀率相比，国债的利率低得异乎寻常，因为祖母们担心出现大萧条而愿意为了获得“担保”廉价地出贷资金。1982～1989年，国债利率高得异乎寻常，因为我兄弟（借方）愿意支付高达14%的抵押贷款利率。这意味着我妈妈（贷方）在货币市场基金上的投资能获得11%的回报率（不管利率如何，银行都要求3%的利差）。

图2-5显示了过去54年中，在国债市场中你要赚钱或者避免亏损所必须了解的一切东西。

基于图2-5，我们会在1993年10月说：“各位，以购买国债赚钱的日子已于最近结束了。”还记得加州桔县在1994年什么时候破产的吗？利率上涨了大约2%。1994年年底，我们说过，债市与股市的价值下跌了20%。在我写作本文的时候，国债的利率水平与它的合理水平基本一致，即长期债券的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率比通货膨胀率高大约3%。

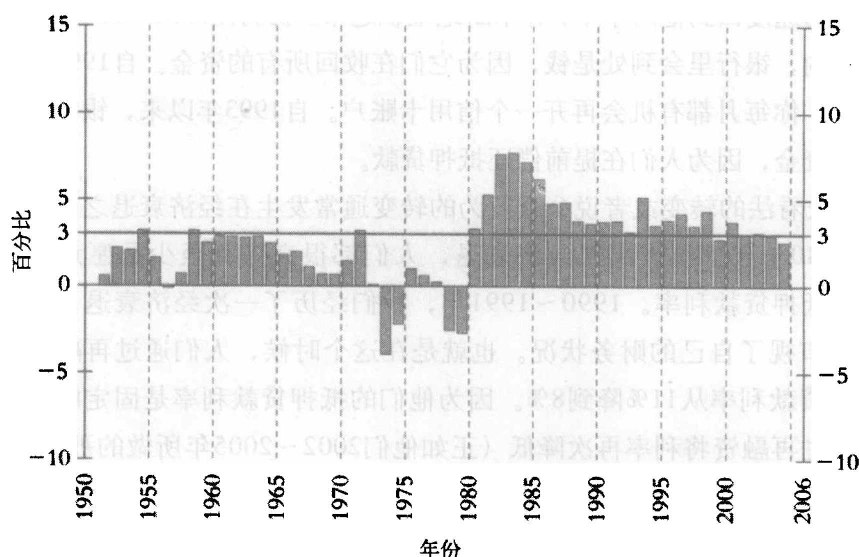


图2-5 实际长期国债实际利率，1952～2006年

1965～1993年这段时期为通货膨胀率的变化及债券持有者对通货膨胀变化认识的滞后所主导。在我们的余生中，这种情况可能不会再发生。毕竟，我妈妈现在会为了一毛钱而挪动她的资金，并且你再也不可能让以7%的利率获得抵押贷款的人进行再融资，以换取11%的抵押贷款利率。在20世纪70年代，享受着7%的抵押贷款利率的人们会以更高的利率获取抵押贷款，以为了购买更大的房子而接受更高的抵押贷款利率，因为他们认为通货膨胀会持续下去，不管利率如何，房子都会增值。

还记得“用房产增值借更多的抵押贷款，买更大的房子”㊀这句话吗？在20世纪70年代，这一做法起作用，在80年代人们仍在相信它，但是1990～1993年，人们不仅通过抵押贷款再融资而将抵押贷款利率从11%降到8%（这使母亲的存款凭证利率从8%降到5%），而且在进行了再融资的人中，1/3的人将贷款期限从30年降到15年。与“用房产增值借更多的抵押贷款，买更大的房子”的做法刚好相反，这是提前还清住房抵押贷款。现在，人们每月支付的抵押贷款的本金是过去他们每月支付的本金金额的两倍。

㊀ 在房地产价格稳定上涨的情况下，以抵押贷款购买的房产在升值之后可以提供更高的首付，从而让人们能够以抵押贷款购买更昂贵的房产。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

浮现在我脑海里的是唐老鸭叔叔在他的账房里的情景——他的钱以两倍于以往的速度回到他的手中，并不断地堆积起来。我们在1990～1991年说过，一年之内，银行里会到处是钱，因为它们在收回所有的资金。自1992～1993年以来，你每月都有机会再开一个信用卡账户。自1993年以来，银行一直有充足的资金，因为人们在提前偿还抵押贷款。

公众看法的转变或者说公众行为的转变通常发生在经济衰退之中。整个20世纪80年代都没有出现经济衰退，人们都很高兴（至少是愿意）支付11%的抵押贷款利率。1990～1991年，我们经历了一次经济衰退，于是人们仔细审视了自己的财务状况。也就是在这个时候，人们通过再融资将固定抵押贷款利率从11%降到8%。因为他们的抵押贷款利率是固定的，所以可以通过再融资将利率再次降低（正如他们2002～2005年所做的那样），但银行无法通过再融资而重新提高利率。可调整抵押贷款利率又给我们添了点儿麻烦，我们将在《为什么近期内利率不会“回升”》一文中讨论这一点（见第5章）。

1990～1993年，我们看到的是美国公众行为的转变——在美国6 000万房产拥有者中，1/3的人们选择提前还清贷款而不是增加住房抵押贷款。这是一个重大的转变，它促使利率在1993年重返正常水平。

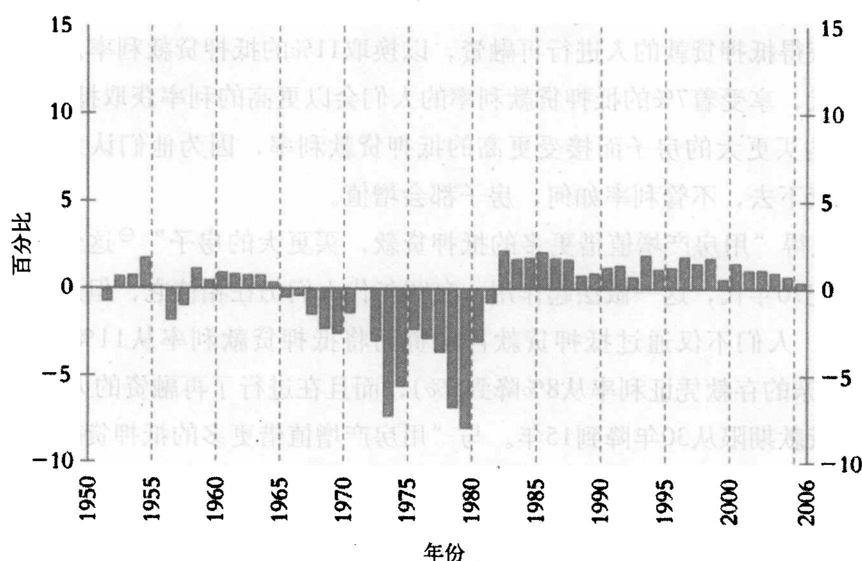


图2-6 长期国债税后实际利率，1952～2006年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在过去的40年中，通货膨胀以及人们对它的反应是股票和债券价格变动的主要推动力。这一时期已经结束了，但是要想了解目前正在发生的一切，你就必须了解过去所发生过的事情。

大部分长期债券持有在养老金计划手中，养老金计划是免税的，所以前述的讨论都是基于长期债券的税前利率（见图2-5）。当然，如果你得纳税，那么政府债券利率就如图2-6所示。

投资选择3：股票（普通股）

第三类有价证券就是股票（普通股）。就股票来说，公司不是借钱，而是通过出售公司的份额来筹资。股东成为公司的所有人，并分享公司经营的成功（通过分红和资本利得）、分担公司经营的失败（通过资本损失）。股东的投资没有任何担保。股票价格是由市场决定的——股票价格就是一个人为了获得公司的一小部分所有权而愿意付出的代价。从长期来看，股票价格将反映公司的真实价值，但是在短期内，我们所认识的公司价值可能不会总是反映公司的真实价值。

公司股票的收益比公司债券的收益高，这是因为公司管理层为股东谋利，而损害公司债权人的利益。公司管理层不会举债（发行债券），除非它相信将借来的资金投资于公司所从事的业务能够让公司获利，因此，股东权益的回报一定会高于公司债券所支付的利率，否则，公司管理层就不会举债，这会导致利率下跌。同样，每个公司的司库都有着与你我一样的动机——省钱。公司会赎回利率较高的债券，并发行利率较低的债券，就如同在能够获得较低的抵押贷款时，我们会对高利率的抵押贷款进行再融资一样。

在这部分中，我们将研究过去50多年中普通股票的业绩，我们也将分析对股票的一些误解。然后，我们将比较以上三类投资选择。

图2-7所示的是1952～2006年间道琼斯工业平均指数（DJIA）的走势。1952年这一年尤其引起我的兴趣，因为我父亲在1951年买了那个农场。1952～1965年，我父亲会更愿意持有股票，因为股票的价格涨了4倍。1965～1982年，你会更愿意有个农场。那段时间股票价格没有任何变化——你只得到了红利，大约是3%。从1982年到现在，你会更愿意持有股票，股票价格上涨了大约12倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

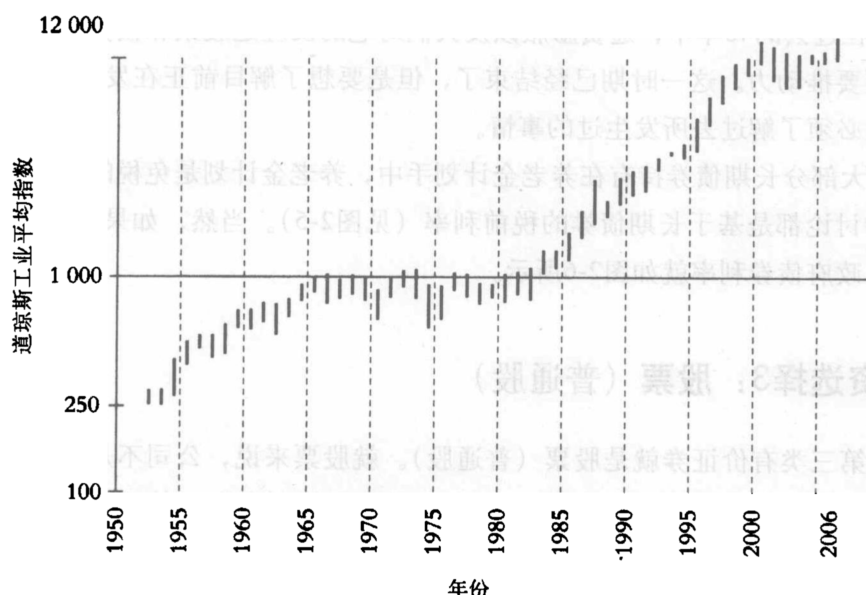


图2-7 道琼斯工业平均指数（DJIA），1952～2006年

把道琼斯工业平均指数走势图与长期政府债券的实际利率图放在一起，如图2-8那样，结果会很有意思。在本书的第一部分中，我们说过，当经济气候改变时，它会改变一切。图2-8显示了如下几次气候变化：

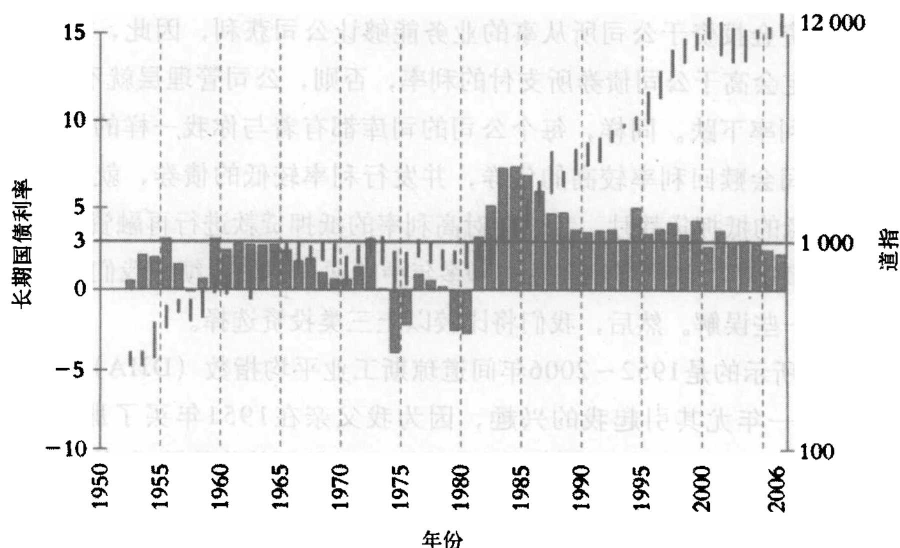


图2-8 道琼斯工业平均指数与长期国债实际利率对照，1952～2006年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(1) 1952～1965年，投资债券可以让你获得3%的收益，而投资股票可以让你的财富增长4倍，所以你会愿意持有股票。

(2) 1965～1982年，你不希望持有股票或者债券，更愿意借钱。

(3) 1982～1993年，投资于股票或者债券会让你挣很多的钱。事实上，股市的强劲一直持续到2000年。

气候改变时，它会改变一切。当货币价值改变时，它会改变一切以货币计量的东西。

股票不是高风险证券吗

这是我们听到的对股票的常见担心。在讨论对股票的这一担心之前，我们必须提出我们自己的问题：你对于风险的定义是什么？我想，你们中大部分人会将风险定义为资金遭受亏损的可能性。我对风险的定义是购买力遭受损失的可能性。对于我来说，通货膨胀就是一种风险，因为它在降低我的购买力。

华尔街对风险的定义是什么呢？华尔街将风险定义为波动性。华尔街会告诉你，在图2-9中，波浪线A要比上方的直线B更具风险性。我同意这一说法。华尔街也会告诉你，波浪线A比中间的线C也更具风险性。你可能勉强让我同意这一说法。华尔街还会说，波浪线A比下面的线D更具风险性，但我完全不同意这一说法。华尔街不会告诉你的是，你可以做到D，你可以做到C，你可以做到A，但你做不到B。那么，你想要哪条线呢？

当有人告诉你股票具有高风险时，你要当心了。你需要知道，使用的是风险的哪一个定义。股票可能是波动的（像那条波浪线一样），但让我们看看，随着时间的推移，股票的波动性会发生什么变化。

波动性和采样频率

图2-10上半部分显示的是过去54年中，标准普尔（S&P）500指数历年的总收益。在这54年中，有13年收益是负的。对一位老农夫来说，标准普尔500指数的收益变化就像春夏秋冬四季一样，反复循环。事实上，我们过去就是以4年为一个投资周期。经济周期大约为3～5年，而无论经济是否如此，市场以4年为一个周期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

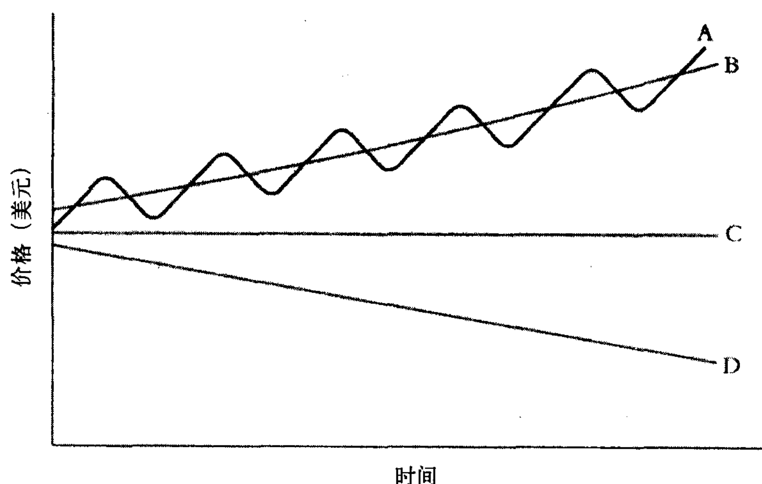


图2-9 波动性与风险对照

资料来源：Muhlenkamp & Company, Inc.

以一个老农夫的角度来看图2-10，你会认为一年的时间可能并非衡量收益变化的合适的时间长度，所以我用同样的数据计算最近三年期的平均值，这一平均值显示在图2-10的下半部分。大部分的波动性消失了。回报率为负的只有1975年和2002年左右两个时期。

在投资界，当人们谈论股票的波动性时，他们指的是贝塔，但什么是贝塔呢？20世纪70年代初，我在一家保险公司任职时，一家大经纪公司的人过来看我们，他们买了一台电脑，可以编程做线性回归。他们输入“$\alpha + \beta x$”（事实上，为了更有吸引力，他们称它为“alpha + beta[x]”，这就是贝塔的来历），然后将股票的价格与标准普尔500指数或类似指数进行比较。

我向他们要公式，他们给了我，我坐下来用我们运作的一个共同基金的5年的历史数据来计算贝塔。首先，我用月度数据运行该公式，然后用季度数据运行该公式。因此，我用的是同一组数据，只是两个采样频率不同。我得到两个不同的贝塔值。

我打电话给经纪公司，对他们说：“我就是这样做的，却得到了两个不同的贝塔值。这合理吗？”他们说：“是，这种现象可能发生。”我说：“我得到的是两个不同的贝塔值，我该用哪一个呢？”他们说：“我们倾向于用数值大的那个，因为它更引人注目。”从那以来，我就对贝塔心存怀疑。

最重要的一点是，如果你每天都对你的资产组合进行评估，那么你将会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看到你的资产组合具有很大的波动性；如果你每周做一次评估，波动性就会变小一点。如果每季度评估一次，波动性会变得更小。如果一年评估一次，你就会得到图2-10中的上半部分所显示的情形。如果每3年评估一次，你将会得到图2-10下半部分所显示的情形。在图2-10下半部分中，大部分的波动性都消失了。因此，降低你的资产组合波动性最简单的办法就是不要经常地对它进行评估。

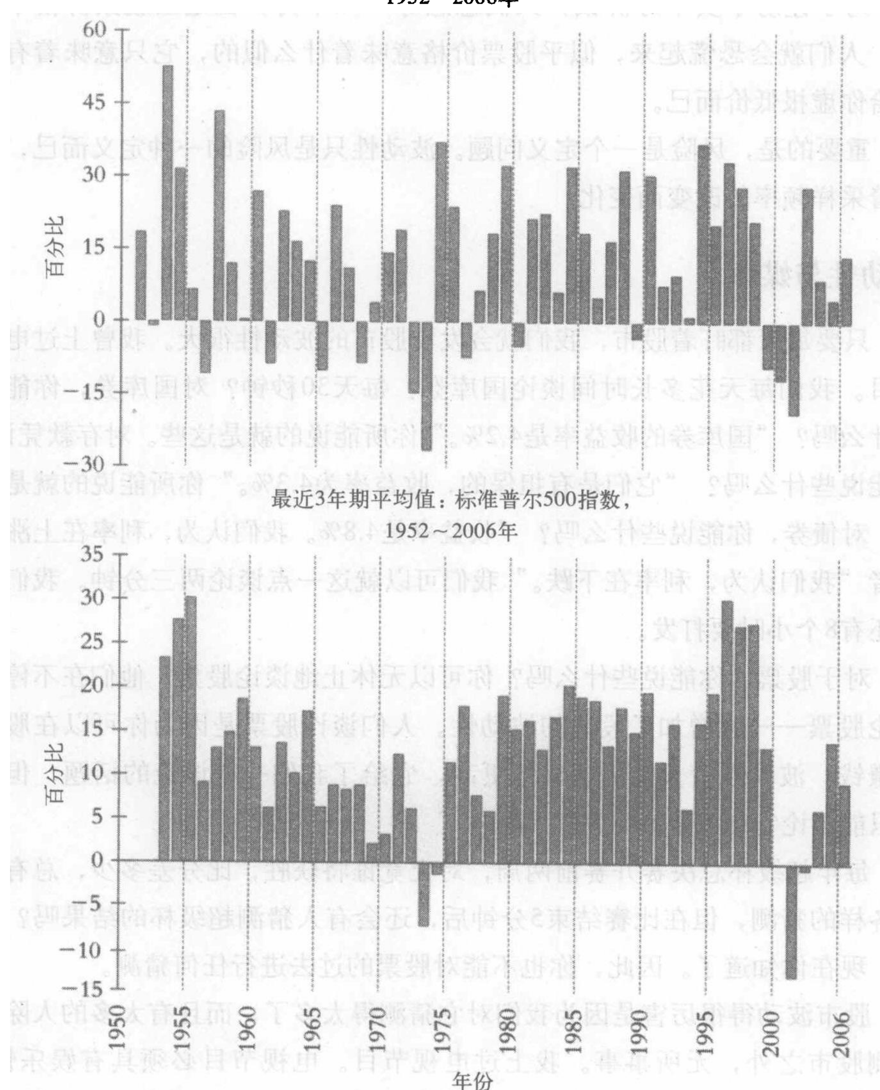


图2-10 年度总回报与最近3年期平均值对照，1952～2006年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们再以另一种方法分析一下波动性。对房产的价值你多久做一次评估呢？大约每10年一次？这里隐含的一个假设是在这10年间，房产的价格呈直线变化，但是事实上，房产的价格上下波动的幅度远远超过股票价格上下波动的幅度。有人愿意在2001年10月出售住宅吗？没有人出价购买。没有人有兴趣购买，但在股市中，总有像我这样的人愿意出很低的价格买股票。如果你将自己的房子挂牌出售，却没有任何人出价，这是否意味着你的房子一文不值呢？或者，这只是意味着今天没有得到任何出价而已呢？

为了让房子卖个好价钱，人们愿意等6～9个月；但是当股票价格下跌时，人们就会恐慌起来，似乎股票价格意味着什么似的，它只意味着有人在给你虚报低价而已。

重要的是，风险是一个定义问题。波动性只是风险的一种定义而已，它随着采样频率的改变而变化。

波动性与媒体

只要每天都盯着股市，我们就会发现股市的波动性很大。我曾上过电视节目。我们每天花多长时间谈论国库券？每天30秒钟？对国库券，你能说些什么吗？“国库券的收益率是4.2%。”你所能说的就是这些。对存款凭证，你能说些什么吗？“它们是有担保的，收益率为4.3%。”你所能说的就是这些。对债券，你能说些什么吗？“收益率是4.8%。我们认为，利率在上涨，”或者“我们认为，利率在下跌。”我们可以就这一点谈论两三分钟。我们现在还有8个小时要打发。

对于股票，你能说些什么吗？你可以无休止地谈论股票。他们在不停地谈论股票——这增加了股票的波动性。人们谈论股票是因为你可以在股票上赚钱！波动性较大是因为回报更高，它给了我们一些谈论的话题，但是你只能谈论它的未来。

每年超级杯总决赛开赛前两周，对究竟谁将获胜，比分差多少，总有各种各样的猜测，但在比赛结束5分钟后，还会有人猜测超级杯的结果吗？没有。现在你知道了。因此，你也不能对股票的过去进行任何猜测。

股市波动得很厉害是因为我们对它猜测得太多了，而且有太多的人除了猜测股市之外，无所事事。我上过电视节目。电视节目必须具有娱乐性。电视人就是从事娱乐事业的，他们有很多的节目时间需要用节目来填补，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于是他们猜测股票。

在一次商业活动的空闲时间，我对节目主持人说，我出版了一份季度通讯。我之所以每季度才出版一份通讯是因为如果我每年能够四次说些有用的东西，我就已经做得很好了。我通讯的一半内容基本上是说“见上季通讯”。我提到这个时，主持人说：“我们也每年四次说些有用的东西，不过，我们的节目却是天天都有的。”他们是在娱乐业中。我们称之为股市游戏。

风险被视为负收益频率

股票是高风险的吗？图2-11的上半部分显示的是1952～2006年长期政府债券的年总收益。这是个税前的名义收益，也没有扣除通货膨胀因素，其间，有17年的收益是负的。图2-10上半部分表明，在同一段时期中，股票收益为负的年份只有13年。因此，如果你将风险定义为负收益频率的话，那么债券比股票更具风险。

我不确定一年的时间是否是一个合适的评估长度，所以我们又做了一个最近3年期平均值，如图2-10和图2-11下半部分所示。债券出现负收益的年份变成8年，而股票收益为负的年份只有4年，债券收益为负的年份仍比股票的多。如果你将风险定义为负收益频率的话，那么债券比股票更具风险。

当谈到风险时，一定要弄明白别人对风险的定义在你看来是否合理。华尔街把风险定义为波动性。如果你认为风险是别的什么东西（例如，负收益的频率或是购买力的损失），那么股票的风险就不那么高。只是在短期内，股票价格比其他投资工具更具波动性而已。

股价不是被高估了吗

这是另一个被投资者普遍关注的问题。不过，我们还是得先看看华尔街是如何定义“高估”的。几乎所有就投资进行过严格研究的人们——不论他们研究过多久——都是以现行利率对普通股进行估值。他们使用股利贴现模型或其他类似的模型来进行估价。

福特股票研究所（Ford Equity Research）就是一个30多年来一直从事这一研究的机构。起初，他们研究2 000只股票，现在已经扩展到4 000只股票，因此，他们的研究具有统计上的显著性。他们每月对4 000多只股票进行估值，并将他们的估值与这些股票的市场价格、长期利率进行比较，然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后计算每只股票的股价/价值比（price-to-value ratio，PVA）。最后，他们将这4 000只股票的股价/价值比进行平均，他们所得到的PVA结果如图2-12所示。

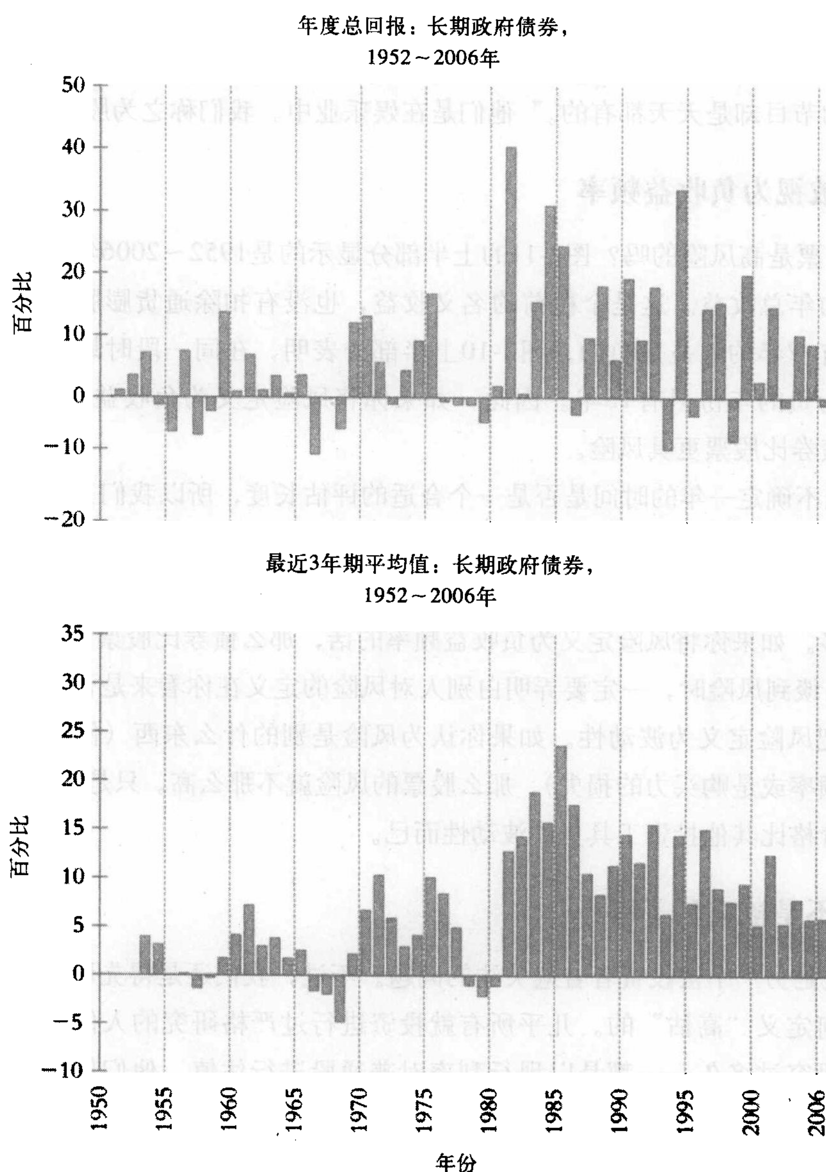


图2-11 年度总回报与最近3年期平均值对照，长期政府债券，1952～2006年

如果PVA大于1.0，他们就认为股价是被高估了；如果PVA小于1.0，他们则认为股价是被低估了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

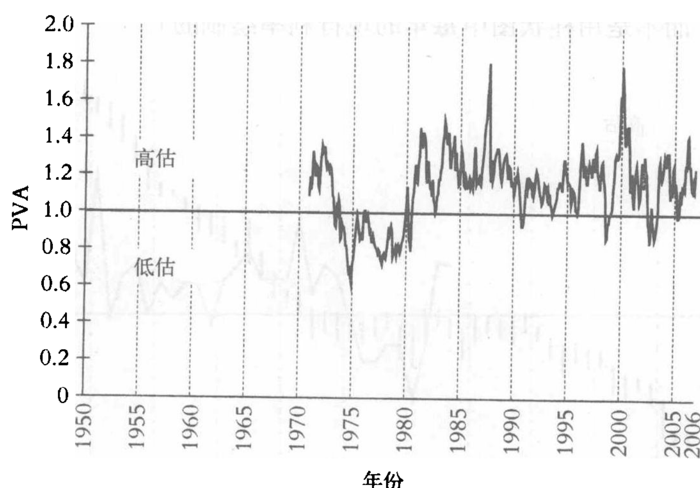


图2-12 福特股权投资研究PVA，1970～2006年

资料来源：Ford Equity Research. Vsed with permission.

唯一的问题是，1971～1972年间，股市是上涨的（见图2-13），而福特股票研究所说这一段时间中股价被高估了。1972～1982年间，他们说股价被低估了，但股市却并没有什么变化。从1982年起，除了海湾战争期间很短一段时间、后来美国长期资本管理公司（Long Term Capital Management，LTCM）陷入困境，以及2002～2003年人们抛售科技股并担心爆发第二次海湾战争等少数时间外，福特股票研究所的模型显示，几乎所有的时间中，股市都被高估了——股票上涨了将近12倍！在我看来，在超过20年的时间中，他们一直大错特错，却居然没有对模型进行修改。

记住，他们是基于现在的利率水平来判定股票是高估还是低估（相对于债券而言），那么让我们看看PVA值和利率（见图2-14）。1972～1982年，利率异乎寻常的低，福特股票研究所的研究人员说股市是被低估了——相对于债券而言，股票被低估了。1982～1990年利率异乎寻常的高，他们说股票被高估了——相对于债券而言，股票被高估了。他们的假设是，债券的价格始终是公平合理的——在债券市场中，不存在希望或者恐惧，就好像我父亲不担心会出现经济萧条，我兄弟不再认为会有通货膨胀。我们已经知道，这是一派胡言。

我们建议他们在计算上做一个改动。不用现在的利率水平，而是用通货膨胀率加上3%作为贴现率（在图2-14中，这应该是用3%的实际利率水平线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来绘制图，而不是用柱状图中每年的现行利率绘制的）。

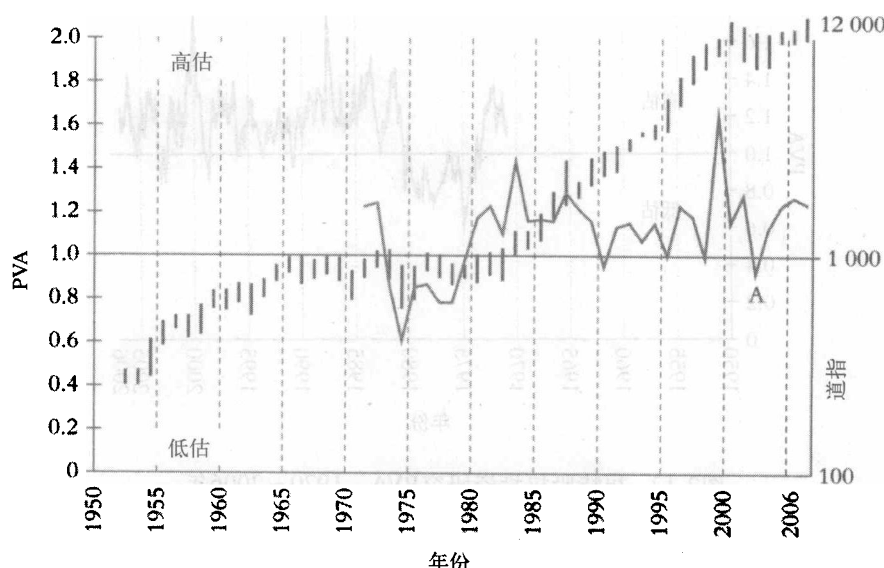


图2-13 道琼斯指数与福特股权投资研究PVA对照，1952～2006年

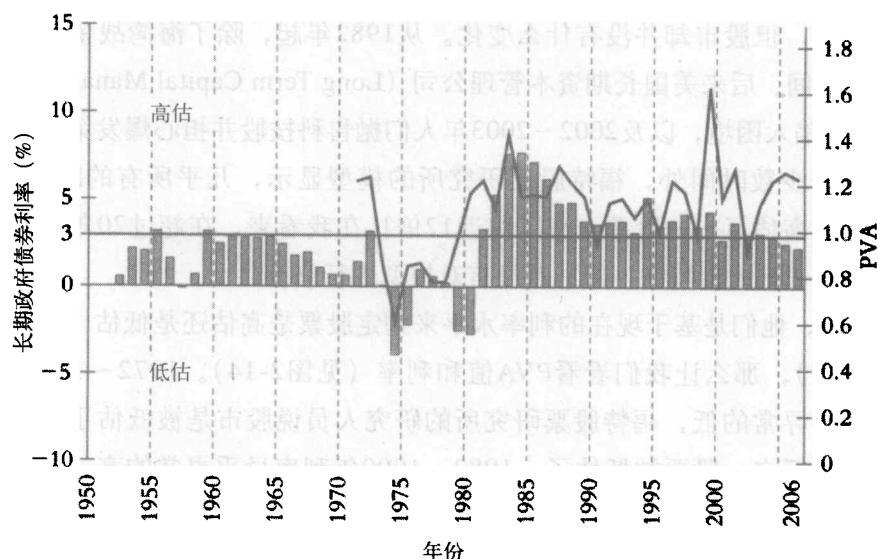


图2-14 长期政府债券利率与福特股权投资研究PVA对照，1952～2006年

在做了这一改动后，他们得到了图2-15中的线条B。结论完全变了。1972～1982年间，线条A显示股票被低估了，但线条B却显示股票被高估了。在20世纪80年代初，线条A显示股票被高估了20%～30%，但线条B显示股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票被低估了50%。

如果我们将修正后的PVA和道琼斯指数进行比较（见图2-16），看看股票到底如何，我们就会发现，在确定股票到底是被高估了还是被低估了时，

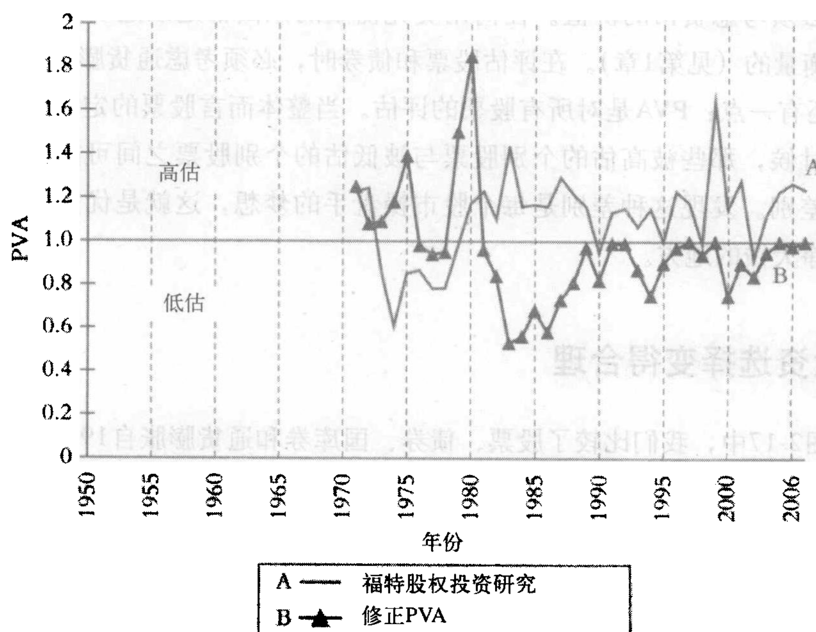


图2-15 福特股权投资研究PVA与修正PVA对照，1970～2006年

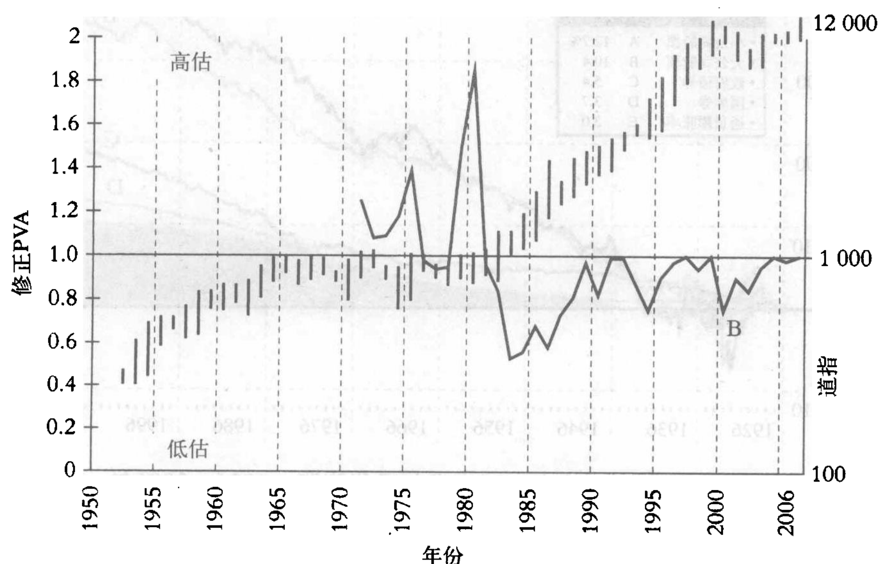


图2-16 道琼斯指数与修正PVA对照，1952～2006年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用通货膨胀率加上3%作为贴现率更为有用。

记住，当有人说股票被低估或高估时，要让他们把话说完。他们真正的意思是，相对于债券，股票被高估或低估了。在股市正如在债券市场一样，你也必须考虑货币的价值。任何用美元衡量的东西都是以通货膨胀这一标杆来衡量的（见第1章）。在评估股票和债券时，必须考虑通货膨胀的因素。

还有一点：PVA是对所有股票的评估。当整体而言股票的定价是公平合理的时候，那些被高估的个别股票与被低估的个别股票之间可能会存在巨大的差别。发现这种差别是每个股市操盘手的梦想，这就是优秀的操盘手可以挣大钱的地方。

使投资选择变得合理

图2-17中，我们比较了股票、债券、国库券和通货膨胀自1926年以来的走势。自1926年以来，我们经历过几次战争，一次大萧条，通货膨胀——我们经历过人类已遭受过的大部分麻烦。

图2-17显示通货膨胀率平均为3%（现在，2007年，通胀率为2%）。图2-17中显示，国库券平均利率为3.7%，扣除通货膨胀后的实际利率为0.7%。

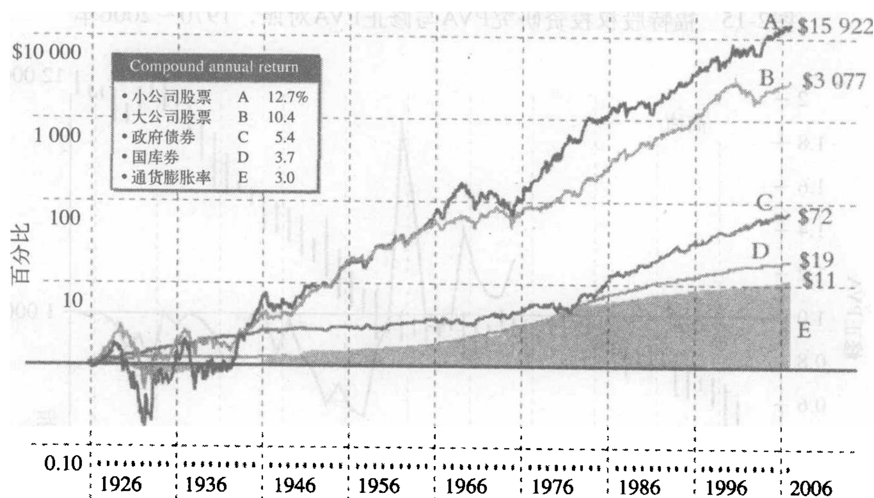


图2-17 股票、债券、国库券与通货膨胀，1926～2006年

注：过去业绩不是未来投资结果的保证。本图假定在1926年初将1美元进行投资，按月纳税。假定市政债券无需纳税。假定投资收入用于再投资，并且没有交易费。本图只用于说明目的。投资者不能直接投资指数。Morningstar版权所有。Morningstars授权使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政府债券的平均利率是5.4%，实际利率是2.4%。我们又回到了这一点。大公司股票的收益为10.4%，小公司股票的业绩更好一点。这个图看起来很漂亮，对吗？但这个图毫无用处！那钱你花不了——因为那钱是税前和未扣除预通胀率的。

图2-18用的是与图2-17相同的数据，但就税收与通货膨胀进行了调整。图2-18看起来是不是有点不同呢？图2-18显示的是自1926年以来你的投资资金结果怎样。

我们先看看国库券。投资国库券不能亏钱，对吧？因为它们是绝对安全的，是由联邦政府担保的。如果在1926年投资购买国库券，如期缴纳税款，并且不花一毛钱，那么到了2006年，原来1美元的购买力就变成了55美分——我保证这一点。

如果你购买的是国债，按期纳税，并不花一毛钱——决不花由国债获得的任何收入，那么到2006年原来的1美元就变成1.39美元，每年的收益为0.4%。如果你购买的是市政债券，那么它的收益会比国债稍好一点。



图2-18 税后与通货膨胀调整后的股票、债券与国库券回报，1926～2006年

注：过去业绩不是未来投资结果的保证。本图假定在1926年初将1美元进行投资，按月纳税。假定市政债券无需纳税。假定投资收入用于再投资，并且没有交易费。本图只用于说明目的。投资者不能直接投资指数。Morningstar版权所有。Morningstars授权使用。

如果你购买的是股票，1美元将变为54.83美元，这期间的年收益率为5.1%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图2-18告诉我，如果你购买的是得到担保的证券，那么在大部分时间中，它是在担保你会亏钱。在这80年间，只有两个时期投资债券可以赚钱，其中一个就是在大萧条时期。如果你认为我们现在处在萧条时期，那么就只购买国库券。

另一个时期是1982～2002年，当时利率从13%降到5%，如果你投资债券，可以赚钱。现在债券的利率是4.8%，还可能下降到4.5%。债券的这一游戏基本上已经结束了。

股市差不多一直波涛汹涌，但在过去的80年中，股票的平均收益有5.1%。

因此，我们要研究经济气候，以使我们的投资选择变得合理。在萧条时期，政府债券是不错的投资选择，但是我已经得出结论，我们现在并非处于萧条之中。我希望1940～1945年的第二次世界大战期间是一个非常时期。如果你在经历着如同20世纪70年代我们所经历过的那种通货膨胀和低利率，那么你就应该借钱。此时此刻，我们担心通货膨胀，并且宁愿冒陷入经济衰退的风险也不会让那种通货膨胀死灰复燃。

如果非要找一个时期与现在类比的话——现在通货膨胀率较低且相对稳定，利率适中且比较稳定，而且股价合理，那就回头看看20世纪60年代初期。回到那个时候，你可以在以下两者之间进行选择：投资股票赚钱，但会一会儿赚钱，一会儿亏损；投资债券亏损，而且是持续亏损。

我们现在能得到什么样的收益呢

所有问题归结为一点：如今（2007年）投资者能获得什么样的实际回报呢？我们看看表2-1。

表2-1 年回报率（%）

	名义收益率	税后收益率	税后实际收益率
短期债务	4.5	2.9	0.9
长期债务	5.0	3.2	1.2
股票	8.0	6.8	4.8

资料来源：Muhlenkamp & Company, Inc.

如果投资于短期债券，你能获得大约4.5%的年收益。如果你的税率为35%，那么你能剩下65%。这样，你的收益率为2.9%。如果通货膨胀率为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2%，那么你的净收益只剩下0.9%。如果你现在购买国库券，纳税之后，你获得的收益不到1%。

如果投资于长期债券，利率大约为5%。如果你的税率为35%，那么你能剩下65%。这样，收益变为3.2%。扣除2%的通货膨胀率后，收益为1.2%。这略高于历史水平。如果购买市政债券——表2-1里没有显示出来，名义利率是4%，税后还是4%。这样，实际利率是扣除2%的通货膨胀率后的2%。对大多数纳税人——税率为35%的纳税人——来说，市政债券要比公司债券好一点，而公司债券要比现金好点。

股票的回报率为8%左右。如果你选择投资于股票，股票投资收益税率为15%。8%的回报中，你能剩下6.8%。扣除2%的通货膨胀率，最后你能得到4.8%。

如今，你的投资选择有短期债券、长期债券和股权投资。这些投资的收益率与它们在过去80年中的平均收益率非常接近。当然，不同的是股权投资的收益是一阵阵地突然到来。我们的结论是，债券有一定价值——不是很多，但它比现金好。对于大部分人来说，市政债券比公司债券好一点，但同长期债券1.2%的收益和短期债务0.9%的收益相比，我更为喜欢股票4.8%的年收益。

我们学到了什么

在第1章中，我们知道了要理解以货币衡量的一切事物，就必须了解通货膨胀，因为通货膨胀会改变货币这一标杆的价值。我们还知道了在过去的40年中，通货膨胀是重大市场变化的主要推动力量。因此，要了解现在的投资市场，我们就需要了解现在的经济气候。要了解现在的经济气候，就需要了解过去50年经济气候的变化。如果你能了解经济气候，那么投资市场就显得更为顺理成章。

在第2章中，我们了解到任何投资行为都是双方间进行的交易。有三种类型的有价证券：短期债券、长期债券和股票。在过去的50年中，经济气候的变化使这三类不同投资选择有的更能让投资者赚钱，有的则不再那么有利可图。

我们知道了虽然短期债券和长期债券常被当做“安全的”投资推销给投

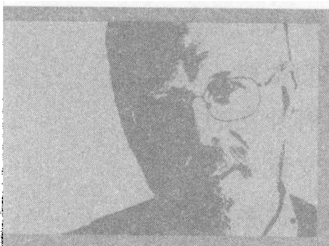
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者，但当你把税收和通货膨胀因素考虑在内之后，过去50年中，投资于长期债券与国库券让你亏钱的时候多得很。我们还知道，过去50年中，整体而言股票的收益要好于国库券与债券的收益。我们了解到，股票的风险是一个定义问题，股票的波动性取决于采样频率（每隔多久进行一次股票价值评估）。

我们知道了很多评估股票价值的模型都没有明确地把通货膨胀考虑进去，它们假定利率（并因此而假定债券价格）准确地反映了通货膨胀。简而言之，它们假定利率和债券价格总是公平合理的，但这一假定已被20世纪70年代与80年代的事实证明并不正确。

因此，当有人对你说某种东西是高风险、高波动性或者被高估时，问他一些问题。媒体是从事娱乐业的，而你是在投资业——让你的财富增长的行业——之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二部分

短 文

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

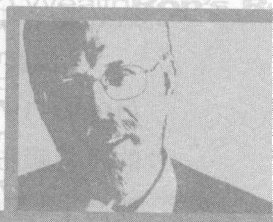
在第一部分中，我们概述了做明智的投资管理所需的基础知识。在第二部分中，我们收集了罗恩·米伦坎普从1979～2007年写作的一些文章。我们之所以将这些文章收集在此，是因为它们阐述了市场为什么像我们所见到的那样运行，阐述了聪明的投资者如何决定在哪里投资他们的金钱。这些文章涵盖的内容很广，包括个人理财和遗产计划、税收和政府开支的影响、自由贸易和自由市场经济的好处，等等。这些内容广泛的文章可以让投资者更清晰地了解经济是如何推动市场的，以及如何利用这种关系使自己获利。

这些文章按写作时间顺序收集，并按经济气候的变化归类。经济气候的变化按时间线索进行介绍，以提供一个历史视角。最早的文章写于1979年，但时间线索始于1965年，因为1965～1978年的经济气候变化在此后的若干年中影响着市场。因此，我们从1965年开始，这样我们就能够了解后面的事情。另外，在阅读时间线索的时候，要注意考虑美国公众当时的心情。当时，我们希望什么？害怕什么？或假设了什么？人推动着经济，而经济驱动着市场。你不能把人类的经历同市场分离开来。

除了时间线索，我们给每篇文章加了一个引言，解释文章的写作时间与写作原因。在我们觉得事后发生的事情揭示了一些我们感兴趣的事情时，我们给一些文章添加了一些更新补充材料和编者评论。同最初写作的时候相比，这些文章本身事实上未做改动。这让你可以了解米伦坎普在当时是怎么说的，并从而判断他说的是否正确。更重要的是，它保留了这些文章的写作环境。记住，要取得投资的成功，在经济气候发生变化的时候你必须要能够认识到变化的发生。做到这一点的最好方法就是了解过去的变化，然后将对过去变化的了解运用到现在。要做到这一点，就需要了解这些变化发生的环境。

在投资中，你无须预测未来，但你确实需要了解现在，需要在变化发生时能够认识到变化的发生。我们希望这些文章能帮你做到这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第3章

美国经济经历着加速上涨的通货膨胀

(1965-1978年)

对我们的讨论来说，1965年是一个颇具价值的基准年，因为它是不断升高的通货膨胀率改变利率规则、市盈率和投资标准之前的最后一个正常年份。让我们先看看这一年。

1965年美国经济处于良好状态之中。在第二次世界大战和朝鲜战争中曾经一路飙升的通货膨胀率在这一年低于2%，并且自1952年以来平均通货膨胀率不到2%。长期债券和抵押贷款的利率在4.5%～5%之间，这一利率区间被认为是正常的。在经历1957～1958年和1960～1961年的两次衰退之后，美国经济又在增长。

对经济的最主要的担心是萧条。在经历了第一次世界大战后的大萧条后，许多人预期并担心在第二次世界大战后会再次出现大萧条。因此，经济学和政治关注的焦点是防止出现经济衰退。当时流行的经济学理论主张增发货币以避免衰退。因此，美联储印发了货币，并在起初取得了不错的效果。美国在20世纪60年代的经济扩张持续了9年之久，这是到当时为止美国历史上持续时间最长的一次经济扩张。经济学家们对于自己的成功感到如此鼓舞，以至于一所著名大学的经济学系居然把商业周期的课程取消了！他们认为自己找到了克服商业周期的办法，所以学生们也再没什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么必要学习这门课程了。

美国联邦政府如此重视避免经济衰退/萧条，以至于在尼克松政府时期（1969～1974年），当美联储主席想要采取紧缩的货币政策以抑制加速上升的通货膨胀时，联邦政府说，可以采取这一政策，但前提条件是失业率不能高于4.5%。需要注意的是，这一前提条件反映了当时公众（当然也是政治）关心的首要问题。因此，在整个20世纪70年代，由于害怕经济萧条再次袭来，美联储以印发货币来迎合政治家和市场的要求。

与此同时，我们的祖母们（世界的“储蓄者”）在把她们的积蓄放在银行的存折账户中，为了获得有保证的收入而接受低利率。（在第2章中我们说过，她们在大萧条中明白了让资金安全回到自己的手中比获得投资回报更重要。）

1965年

- 通货膨胀稳定，14年来年平均通货膨胀率为1.5%；长期国债收益率连续10年稳定在4.5%，股票的市盈率连续7年稳定在平均17。
- 林登 B. 约翰逊总统勾勒出了“大社会”计划要点，包括向贫困宣战、加强民权法的执法、移民法的改革、增加对教育的支持。
- 1965年的《选举权法》使美国南方将识字能力作为是否拥有选举权标准这一做法成为非法行为。
- 约翰逊总统授权在越南战争中使用地面部队。

1966年

- 在他的国情咨文中，约翰逊总统说美国部队将留在越南，直到结束战争；美国在越南的士兵人数为215 000名。
- 苏联的无人驾驶宇宙飞船月神13号在月球上着陆。
- 依据法律规定，所有的美国香烟在外包装上都要印有“注意！吸烟可能对你的健康造成损害”的警告。
- 美国联邦医疗保险制度医疗照顾方案开始生效。

1967年

- 约翰逊总统宣布计划，进行征兵抽签。
- 成千上万的美国人抗议美国卷入越南战争。
- 种族暴乱横扫美国各大城市。
- 瑟古德·马歇尔成为美国历史上第一位联邦最高法院非洲裔法官。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 在南非，克里斯蒂安·伯纳德博士主持完成了世界上第一例人类心脏移植手术。

1968年

- 越南在新年休战期间发动农历新年攻势，造成美军人员伤亡惨重。
- 民权领导人马丁·路德·金被暗杀，享年39岁。数月之后，总统候选人罗伯特·肯尼迪被刺杀。
- 前苏联坦克入侵捷克斯洛伐克，镇压了“布拉格之春”运动。
- 美国电影协会采用了电影分级制度，分级包括从适合普通观众的“G”级到只适合成人观众的“X”级。
- 理查德·尼克松被选举为美国第37届总统。

1969年

- 亚西尔·阿拉法特正式接任巴勒斯坦民族解放运动组织主席一职。
- 宇航员内尔·阿姆斯特朗书写了他的“个人一小步，人类一大步”传奇，成为人类历史上在月球上行走的第一人。
- 李维·斯特劳斯推出了喇叭裤。
- 伍德斯托克音乐艺术节在纽约州开幕。

1970年

- “休斯敦，我们出现问题了！”一个装有液氧的水箱爆裂，使阿波罗13号陷入瘫痪。
- 在肯特州立大学校园举行的反战游行中，国民卫队开枪，射杀4名学生。
- 美国历史上首次邮政罢工导致美国邮政瘫痪。
- 尼克松总统设立了美国环保署。
- 股市店头交易转变为全国证券交易商协会自动报价系统（NASDAQ）。

1971年

- 美国参议院通过了把选举权年龄从21岁降为18岁的修正案。
- 美元脱离金本位，贬值7.9%；取消了进口产品10%的附加费。
- 圣公会任命两位女性为牧师。
- 迪士尼乐园在佛罗里达州奥兰多的魔幻王国开张营业。
- 普通邮件邮资从每盎司6美分上升到每盎司8美分。

1972年

- 尼克松总统对中国做出历史性访问，并会见了毛泽东。这是美国总统

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的第一次访问中国。

- 5名男子闯入了水门饭店的民主党全国委员会办公室，拉开了尼克松下台的序幕。
- 巴勒斯坦恐怖分子袭击了慕尼黑奥运会以色列代表团，杀死了两名运动员并劫持了人质。
- 世界上第一台掌上电子计算器HP35推出，售价395美元。
- 美国航空公司开始对乘客和包裹进行强制检查。

1973年

- 美国联邦最高法院在“罗伊诉韦德案”的判决中，将堕胎合法化。
- 在全国范围内强制执行55公里每小时的限速。
- 美国副总统斯匹罗 · 阿格纽辞职，对逃税指控不加抗辩。
- 由于欧佩克（OPEC）的石油禁运，美国油价翻了4番；尼克松总统对石油和天然气实施价格管制。

1974年

- 越共向美国和南越提出一项新的停火协议。
- 尼克松辞职，成为美国历史上第一位辞职的总统，吉拉德 R. 福特宣誓就职，成为美国历史上第38届总统。
- 世贸中心——高达110层的世界最高建筑——在纽约市对外开放。
- 黄金在巴黎创下了每盎司188美元的纪录。
- 普通邮件邮资从每盎司8美分上升到每盎司10美分。

1975年

- 美国军队从越南撤出。
- 在太空轨道，一艘美国“阿波罗”号宇宙飞船与一艘苏联“联盟”号宇宙飞船成功对接，两个超级大国首次以这种方式进行会合。
- 柬埔寨红色高棉组织处死了成千上万的柬埔寨人，并且导致超过100万柬埔寨人死于饥饿和疾病。
- 美国新住房价格的中值为42 100美元，平均面积1 645平方英尺[⊖]。
- 普通邮件邮资从每盎司10美分上涨到每盎司13美分。
- 福特总统在17天中躲过两起暗杀行动。

⊖ 1平方英尺约等于0.093平方米。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1976年

- 美国联邦最高法院允许各州恢复死刑。
- 纳帕山谷产的美国葡萄酒在巴黎举行的一个品酒比赛中荣获最高奖。
- 凯迪拉克推出世界上最大的前轮驱动汽车。
- “军团病”在费城造成29人死亡。

1977年

- 吉米·卡特宣誓就任美国第39届总统，敦促美国人把华氏65度作为室内最高温度，以此来减缓能源危机。
- 勃列日涅夫被任命为苏共总书记。
- 斯蒂文·乔布斯和史蒂夫·沃兹尼亚克创建苹果电脑公司。
- 妇女禁止进入西点军校学习的禁令被解除。
- 协和飞机首次在纽约着陆。

1978年

- 美国国家航空航天局（NASA）宣布了35名航天飞机飞行员候选人，包括第一名女航天员萨利·莱德和第一位非洲裔美国航天员小圭恩·布鲁福德。
- 世界上第一例试管婴儿在英国出生。
- 加州选民压倒性地通过第13号提案，要求将财产税削减60%。
- 吉米·琼斯领导超过900名的宗教信徒在圭亚那的琼斯敦集体自杀。
- 福特汽车公司总裁李·艾柯卡被解职。
- 普通邮件邮资从每盎司13美分上升到每盎司15美分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第4章

从通货膨胀到通货紧缩

(1979-1981年)

美国通货膨胀的问题变得越来越显著，在国际上导致了美元的贬值，在国内人们对通货膨胀的恐惧明显超过了对萧条的害怕。因此，当保罗·沃尔克和里根遏制通货膨胀（3年之内，通货膨胀率从13%下降到4%）时，我们的祖母们把她们的钱从存折储蓄账户中取出来，投入到货币市场基金，以希望获得更高的利率。这两项行动导致了经济气候的逆转。注意，在花了40年的时间与经历了持续10年的通货膨胀之后，对经济萧条的担心才在公众的经济心理中退居次位。

1979年

- 美国与中国举行仪式，宣布建立外交关系。
- 流亡国外15年的伊朗宗教领袖阿亚图拉·霍梅尼返回伊朗9天后，他的支持者在伊朗夺权了政权。
- 三哩岛发生了美国历史上最严重的商用核事故；无人死亡。
- 卡特总统发表了他的“弊病”演讲，在演讲中他哀叹对美国的“信任危机”，并任命保罗·沃尔克为美联储主席。
- 萨达姆·侯赛因成为伊拉克总统。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1980年

- 卡特总统解除了对银行业的管制。
- 本田宣布将在俄亥俄州建立日本第一条美国客车装配线。
- 在一场令人瞠目结舌的逆转中，美国曲棍球队在莫斯科奥运会比赛中击败苏联曲棍球队。美国队最终取得冠军。
- 特德·特纳的美国有线新闻网（CNN）作为第一家全新闻电视频道首次登场亮相。
- 由瓦文萨创建的波兰“团结工会”运动成为苏联阵营中第一个获得认可的工会组织。

1981年

- 通货膨胀率达到10%；短期利率达到13%；长期利率达到13%；股票平均市盈率为8；美国全国负债达到1万亿美元。
- 罗纳德·里根宣誓就任第40届美国总统，与此同时52名美国人质在德黑兰登上飞机重获自由。
- 3月份普通邮件邮资从每盎司15美分上升到每盎司18美分。11月普通邮件邮资再次上调，达到20美分。
- 里根总统和教皇约翰·保罗二世在暗杀活动中幸免于难。
- IBM推出个人电脑，所用软件由一家名叫微软的公司提供。

为什么市场下跌了

本文是米伦坎普为投资界的同事写的，写于1979年。当时，股市市盈率在不过7年的时间中从17下降到7，但似乎没有人知道其原因。

1973～1974年的熊市结束将近5年之后，熊市的幽灵仍在缠绕着投资者——不管是散户、公司，还是专业人士。多数的投资决策都以对另一轮熊市的恐惧开始，并且这种恐惧中存在如下含义：1973～1974年股市的下跌与该时期的经济状况是相分离的，或者说该时期的经济状况解释不了股市的下跌。

在这篇短文中，我会说明这次下跌是完全合乎当时的经济变化的，也是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与被普遍接受的资本投资理论——无论是将资本投资于商业、债券或是股票之中——完全一致的。股市熊市之所以出乎投资者的意料，完全是因为投资者试图以最简单的方法从过去推测现在，而不是去理解现在的变化，然后在理解这种变化的基础上做出投资决策。我相信，更好地理解那轮熊市发生的原因会帮助我们减轻对那样的熊市可能再次发生的恐惧，从而让我们做出更理性的投资决策。

在开始之前，我想提出两个假设，以简化我们的讨论：

(1) 税收被忽略。一旦完成论证，将在具体情况具体分析的基础上将税收考虑进来。

(2) 除非有一个非同寻常地能清楚地预见未来的水晶球，否则现在将被视为一个稳定的状态，这意味着未来将与现在非常相似。一旦现在被完全了解（作为一个稳定的状态），未来任何变化的含义都会非常容易地得到理解。

在表4-1和表4-2中，我概括了我的论点。经常参考这两个表，将会对你有所帮助。

表4-1 推算数据

	1979年	1965年	1951年
通货膨胀(%)	8.0	1.5	7.0
90天期国库券回报率(%)	9.5	4.0	2.0
30年期通用汽车债券回报率(%)	9.5	4.5	3.0
股市毕业回报率(%)(股价等于账目价值)	15.0	8.0	13.0
股市实际平均回报率(%)	15.0	12.0	13.0
实际股价/账目价值比率(P/B)	1.0	2.0	1.0
隐含市盈率(P/E)	6.0	7.0	7.0

表4-2 通货膨胀变化情况下现实世界的变化

	1965～1979年	1951～1965年
必要回报率(%)	8.0	13.0
实际P/B回报率(+或–)(%)	–5.0	+5.0
实际获得年回报率(%)	3.0	18.0

论证

现在是1979年，核心通货膨胀率为8%～9%。因为美元在以8%～9%的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速度贬值，大多数投资者都会把至少抵消这一贬值速度作为投资回报的最低要求。

短期国库券流动性强，因此被看做无风险的投资。因此，短期国库券不仅为我们提供了衡量以现在为基点通货膨胀应被抵消程度的尺度，而且提供了衡量其他投资的基准。现在，短期国库券的利率是9.5%。因此，可以把其他投资的回报与通货膨胀率及短期国库券利率进行对照。

AAA级长期公司债券的流动性一般都比较好，但由于它的到期期限比较长，人们认为它的质量不如国库券，且在利息与本金支付方面存在更大的不确定性。基于上述原因，在投入资金购买通用汽车公司的债券之前，大多数投资者都要求通用汽车公司30年期公司债券给他们带来比国库券更高的预期回报。目前，30年期通用汽车公司债券的预期回报大约为9.5%。这意味着除非投资者预期未来的通货膨胀率和国库券收益率会低于现在，否则投资者不会在通用汽车公司的公司债券与国库券之间选择通用汽车的公司债券。

一般认为，对公司的权益投资（股票）要比对同一公司的债务投资（债券）的风险高，因为一般来说股票价格的波动性比债券价格的波动性要大。尽管随着投资者的投资期限的延长，这种波动性逐渐变得不再那么重要，但是大多数股市投资者仍然要求一些额外的收益，作为对股票更高波动性与他们所感觉的股票高风险的补偿。今天，很多投资者对我说，基于国库券和长期债券的收益率为9.5%，权益投资要有提供15%的回报率的可能性，他们才愿意提供股权资本。

这一点也可以从公司的角度来进行解释。如果通用汽车公司以9.5%的成本借入资金，这笔资金的回报率必须要高于9.5%，投资才有利可图。总之，如果通用汽车公司不能获得额外回报，它就不会有兴趣支付9.5%的代价以换取这笔资金。15%的回报率似乎已经能够提供足够的额外回报了。

因此，在今天的股市中，我用15%作为股权投资的必要回报率。这意味着如果一个公司的实际收益率为15%的话，那么该公司的价值就是它的**账面价值**（账面价值就是股东权益）。实际上，当今公司平均回报率大约就是15%，而实际的平均股票市价与账面价值比也就是账面价值的一倍多一点，因此，基于我们前面做出的假设以及表4-1中第一列的数据，股市的价格似乎是公平合理的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么现在，让我们退回到1965年。1965年的时候，通货膨胀率平均为1.5%。90天期国库券回报率大概为4%。长期公司债券的回报率为4.5%。在这种环境下，很多人对我说，股票要提供7%～8%的回报率，他们才会愿意投资股票。如果你是公司的司库，以4.5%的利率借入资金，并获得7%～8%的回报的话，那么从事商业活动可能还是划得来的。

到现在为止，我们所说的是，因为从1965～1979年，通货膨胀率和利率不断攀升，如同公司债券的必要回报率翻倍一样，我们对权益资本的必要回报率也翻倍。公司债券必要回报率的翻倍导致利率为4.5%的债券与优先股的价格每美元下跌到50美分，这没有让任何人感到意外。在票面利率固定的情况下，我们必须将价格减半以使收益翻倍。但是，当股票的价格下跌50%时，人们会感到震惊，尽管是出于与债券价格下跌一样的原因。

在20世纪60年代中期，公司股票的收益率平均为12%。这一12%的回报率远高于实际价格平均为账面值两倍所必要的7%～8%的回报率。要保持两倍于账面值的溢价水平，唯一途径就是公司能够持续性获得溢价回报率（获得12%的回报率而不是7%～8%的回报率）。此后，必要回报率提高了一倍，而实际回报率只是从12%提高到15%，于是股票的市场价格从两倍于账面值跌到与账面值相等。股票价格下跌的原因和债券价格下跌的原因是一样的，这是提高未来回报率的唯一方法。

为了完整地说明问题，我们可以回顾1951年。1951年前后那段时间，通货膨胀率平均为7%。由于第二次世界大战后的利率控制，90天期国债利率只有2%，公司债券的利率只有3%。显然，在货币每年以7%的速度丧失购买力的情况下，这些利率都不是经济意义上的。利率应该在8%～9%，促使权益资本的必要回报率上升到大约13%。实际上，公司权益资本回报率平均为13%，而股票价格也刚好弱高于账面值。

现在，该做几点评述。首先，如同表4-1中3列计算出来的数据所显示的，每一列数据内部是协调一致的。任何在1951年购买了利率为3%的30年期债券的投资者实际上也得到了3%的利息。该债券于1981年到期，该投资者对3%的利率是否满意是另一个问题。他的确得到了他所期望的回报。同样，任何于1951年按等于账面值的价格购买了权益资本回报率为13%的公司的股票的投资者也得到了13%的回报率。由于利润要么是以红利的方式支付给了股东，要么是累加到公司的权益资本中，投资者得到的也正是公司所获

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得的，因为股票的价格又与账面值相等。同债券投资者一样，股票投资者也刚好得到他所预期的回报。

当我们从表4-1中的一列（一组数据与一组假设）过渡到另一列时，麻烦就出现了。我们已经经历了两次过渡，现在我们又回到了开始的地方。不过，让我们看看在这些过渡中到底发生了什么（见表4-2）。

1951～1965年这14年间，因为**必要**回报率的降低，股票价格从等于账面值上涨到账面值的两倍。但是，债券市场并没有发生相应的调整，因为1951年债券定价太低以使它成为经济性投资。如果在14年期间将数据增加一倍，那相当于平均每年增加5%。

1951年投资者的必要回报率为13%，而一般公司提供的内部回报率也是13%。在随后的14年里，投资者的必要回报率降到8%，而公司的内部回报率仍能持续在12%。这导致价格与账面值比增加一倍，这等于在13%的必要回报率的基础上股票价格每年再上涨5%。事实上，从1951～1965年这一期间，权益投资的总回报率平均为18%。

1965年，投资者的必要回报率为8%。在随后的14中，投资者的必要回报率上升到15%，同时公司的内部回报率也上升到15%，这使股票价格与账面值比降低了一半，回吐了此前股票获得的年5%的升值。但是，这一年5%的回吐是从8%的这个基数上扣除的，因此剩下只有3%的净回报。事实上，1965～1979年期间，股票投资者总的回报率平均为3%。

现在，需注意的是在1965年购买30年期债券的投资者期望在随后的30年中能得到4.5%的年回报。迄今为止，他们还没有获得所期望的回报，因为为了让剩余回报率（即以到期回报率为基础）回升到9.5%，债券的价格已急剧下降。然而，如果持有这些债券至到期日，投资者将会得到他们原来预期的4.5%的回报率。让投资者感到沮丧的是只是由于经济环境的变化，期间他们已不得不改变对必要回报率的要求。

小结

以上分析得出以下结论。第一个结论是，驱动股票价格的经济因素与决定债券价格的经济因素是相同的。与债券一样，股票有价格——股票必须有价格——以为投资者提供具有竞争力的预期回报。

第二个结论是，对于股票而言，确实还有一个变量在影响它的回报。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券的整个有效期中，债券的票面息率是固定不变的，决定股票回报率的是公司权益资本的回报率，而权益资本回报率自然有可能变化。如果持有债券至到期日，投资者获得的回报将正好是他所预期的。同样，如果持有股票至资本化率——股票市价与账面值比——回到购买股票时的水平，在持有该股票期间，总体而言，投资者获得的回报将等于公司在它所投资的权益资本上获得的回报。因此，还有一个变量影响股票的回报，但是股票的价格仍然是由公司获得的回报决定的。股东购买公司的股票并能预期获得等于公司权益资本回报率的回报，但前提是他能设法在公司的资本化率等于他购买该公司股票时的资本化率时出售所持有的该公司股票。

第三个结论是，如果1951年债券的价格能让它们提供9%或10%的回报(以使它们在通货膨胀率为7%的情况下具有竞争力)，债券发行者就会在1951～1965年间的某个时候赎回这些债券。这意味着，与其让债券价格上升到面值的1.8倍，发行债券的公司将赎回这些债券，然后再发行4.5%的债券。问题是，现在购买利率为9.5%的债券的投资者将得不到9.5%的回报，除非他购买的是已在市场流通并将到期的债券。如果利率下降，公司将有义务赎回这些债券，重新发行息率较低的债券。

第四个结论是，股东权益的回报其实就是股东权益的回报。当一个公司利用股东的权益资本而获利时，获得的利率只有两个去向：一是以红利的形式支付给股东（在这种情况下，股东可以将红利用来投资或者将红利花费掉）；二是加回到股本中。如果加回到股本，那么这些资金就会增加公司的价值。在过去的14年中，问题是资本化率（股票市价与账面值的比率）下跌的速度差不多完全抵消了公司股本的增加，因此股东在从公司留存收益中获益这一事实变得不那么显著。回顾1951～1965年，股东实际上获利翻倍，但当时并没有动机去仔细分析或者探求证据。

第五个结论是，股票被认为能对冲通货膨胀的原因是公司管理层的任务就是为股东获得高于借贷成本的回报率。1970年，当通货膨胀率和利率都上涨的时候，投资者的口头反应是“有机会的话，买7%～8%的债券”，因为4.5%被视为债券的正常回报。但即使7%～8%的债券利率也没让公司管理者在借贷面前望而却步。公司股东权益获得的回报率为12%。虽然债券利率的上涨降低了公司的回报率，但经营企业还是有利可图的。1973～1974年间，利率再次上升，投资者相信8%～9%的债券利率将持续下去。同时，公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司管理者也得出同样的结论，12%的股东权益回报率太低了。因此，投资者将必要回报率提高到了15%。

投资者与公司管理者（两者往往是同一个人）在同一时间认识到，我们可能已经进入了一个新的高通货膨胀与高利率时期。但是，虽然公司管理者需要几年的时间才能提高公司的盈利能力，投资者却可以在很短的时间内提高他们的预期回报率。他们只要降低价格就能做到。1973～1974年的股市就发生了这种情况。

自那以后，我们逐渐提高了公司权益资本的回报率，因此今天权益资本的回报率具有很强的竞争力，但是现在权益资本的回报率还没有达到1965年的溢价水平。资本市场已经就此做出了调整，就是将市场价格与账面值比率从二降到一。然而，如果通货膨胀和利率继续上升，公司管理者将继续提高必要回报率。如果投资者以低于账面值的价格购买公司股票，公司管理者的经营管理活动就会帮他照料好一切。正是当投资者坚持以大幅高于账面值的价格购买公司股票时，他才期望公司要获得超额而不仅仅是有竞争力的回报。

后记

我想再提出两点。我认为这是投资的公理：

(1) 从长远的角度看（例如30年），任何一家公司股票和债券间的风险差别都是很小的。如果公司倒闭，两者都一文不值。当宾夕法尼亚州中央铁路公司（Penn Central）破产时，持有它的债券并不好于持有它的股票。

(2) 股东权益资本的回报率就是这样的。如果公司盈利了，股东拥有的价值就会增加，或者是通过红利的方式，或者是通过股本价值增加的方式。长远而言，股东的所得正是公司的盈利。通过折扣购买或者溢价购买股票，股东获得的回报可能稍高或者稍低些。

编者的话

在这篇短文中，通过同时从投资者和企业管理者的角度考虑问题，米伦坎普提出了考察1951～1979年市场动力的精辟看法。投资者进行投资时，要求的必要回报率是多少？决定借款之前，公司必须能够获得什么样的回报？这些问题的答案取决于通货膨胀率、利率以及人们意识中的风险。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此，当通货膨胀率和利率发生变化时，必要回报率也会变化。

1973～1974年间，公众对通货膨胀将继续下去的认识导致了股票价格下跌。（注意，投资者有必要回报率。在通货膨胀率不断攀升的环境下，为满足投资者的必要回报率，公司的盈利水平必须提高或者股票的买入价格必须下降。赢利水平的提高需要数年时间才能实现，股票价格变化的速度快得多。）1973～1974年的熊市出于分析师意料之外，因为投资模型并没有考虑通货膨胀。（1951～1965年间，由于通货膨胀稳定，投资模型可以不用考虑通货膨胀。但是1965～1978年间，通货膨胀率的变化在市场中起了主要的作用。）

应该吸取的教训：当与钱打交道时，你必须考虑货币的价值会发生变化这一事实。你必须考虑通货膨胀。

米伦坎普的精辟分析在2007年是否还适用？在表4-3中，我们增加了两列：一列是1998年的数据；另一列是2007年的数据。1998年，债券的收益率和股票的价格首先反映了2%的通货膨胀率。注意，这些数据与1965年的数据非常接近。表4-4中的实际数据表明，1979～1998年与1951～1965年非常相似。这些数据也说明了为什么从1998年开始，米伦坎普一直说今后股票的年回报率将在8%～9%之间。（要了解更多信息，请参见第8章题为《你愿意为某个理论损失多少钱？》这篇文章）。

表4-3 推算数据（更新数据）

	2007年	1998年	1979年	1965年	1951年
通货膨胀（%）	2.0	2.0	8.0	1.5	7.0
90天期国库券回报率（%）	4.0	3.0	9.5	4.0	2.0
通用汽车30年期债券回报率（%）	4.5	5.0	9.5	4.5	3.0
权益必要回报率（%）（等于账面值）	8.0	8.0	15.0	8.0	13.0
权益的实际平均回报率（%）	13.0	13.0	15.0	12.0	13.0
实际价格与账面值的比（P/B）	2.1	2.1	1.0	2.0	1.0
隐含市盈率	17.0	17.0	6.0	17.0	7.0

表4-4 通货膨胀变化情况下现实世界的变化（更新数据）

	1998～2007年	1979～1998年	1965～1979年	1951～1965年
年必要回报率（%）	8.0	15.0	8.0	13.0
实际价格与账面值比(+或−)(%)	±0.0	+3.0	−5.0	+5.0
理论年回报率	8.0	18.0	3.0	18.0
实际获得年回报率	7.0	18.0	3.0	18.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看看2007年的数据，我们发现它们与1998年的数据十分相似。现实世界的数据表明，自1998年以来，股票的实际回报率仍然略低于必要回报率。

参考文献

Federal Reserve Bank of St. Louis, *U.S. Financial Data.*

Federal Reserve System Board of Governors, *Historical Chart Book,* published annually in Washington, D.C.

Standard & Poor's *Analyst's Handbook,* published annually in New York.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第5章

债券赚钱，股票也赚钱

(1982-1992年)

20世纪70年代的通货膨胀改变了公众对于投资的认识。当时，通货膨胀严重而利率低下，因此借用他人资金成为有利可图的事情。“用房产的升值借更多的抵押贷款，买更大的房子”成了街头巷尾的流行语。

20世纪80年代，通货膨胀被遏制。但是，对于通货膨胀死灰复燃的担忧与预期导致利率居高不下。然而，虽然利率已高于20世纪70年代，人们仍然利用房地产的增值来进行房产的升级换代。由于不管利率如何，人们仍然愿意借用资金，因此你可以借钱给别人而从中获利（即你可以通过投资债市而赚钱）。

直到1990年经济陷入衰退，人们才开始审视自己的财务状况并进行房地产抵押贷款再融资。通过再融资，人们得到较低的利率与较短的贷款期限。这样，对十年前经济环境的变化，债券市场做出了它应有的反应。

注意，在经历了一场经济衰退之后人们才认识到，在通货膨胀得到控制而利率上涨之后，借用他人资金不再是有利可图的事情。在经历了一场经济衰退之后，人们对于投资的认识才从“用房产的升值借更多的抵押贷款，买更大的房子”转变为“提前偿还住房抵押贷款”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1982年

- 美国电报电话公司（AT&T）与联邦司法部就反垄断诉讼达成协议，美国电报电话公司同意卖掉22个贝尔系统（Bell System）公司。
- 阿根廷军队在位于南大西洋中的福克兰群岛向英国军队投降。阿根廷与英国政府对于福克兰群岛主权归属存在争议。
- 用含有氰化物材料包装的超强力“泰诺”胶囊在芝加哥导致7人死亡，从而促使消费品生产商在产品的安全密封方面做出重大改善。
- 美国将资本利得税从28%降低到20%。
- 随着任天堂公司推出“大金刚”与胖乎乎的水暖工“真理子”两个游戏，电子游戏在美国开始风靡一时。
- 巴尼·克拉克博士接受了人类第一个永久性人造心脏植入手术。

1983年

- 美国总统里根命令1 800名美国海军陆战队与别动队士兵入侵格林纳达。
- 美国总统里根提出发展可以拦截敌方导弹技术的计划——该计划后来被称为“战略防御计划”（Strategic Defense Initiative），或者称为“星球大战”计划。
- 光纤维开始取代铜电缆来传输信息。
- 在黎巴嫩首都贝鲁特，美国大使馆、美国海军陆战队营房、驻贝鲁特法军总部以及贝鲁特国际机场遭到自杀性恐怖袭击，导致数百人死亡。

1984年

- 克莱斯勒公司首次推出轻型旅行车；波音公司推出它的首架757型飞机。
- 美国联邦政府动用45亿美元的紧急援助使伊利诺伊大陆银行得以避免倒闭。
- 美国新建住宅中间价为78 300美元，平均面积为1 780平方英尺。
- 印度博帕尔“联合碳化物”杀虫剂厂泄漏出去的毒气导致4 000人死亡，20万人受到伤害。
- 狒狒心脏被植入一个刚出生15天、名叫Fae的婴儿体内，这是人类首次类似移植。
- 里根再次当选美国总统，他在选举院的得票率为97.6%，在普选中的得票率为58%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1985年

- 苏联共产党政治局委员米哈伊尔·戈尔巴乔夫成为苏共总书记与苏联政府总理。
- 通用汽车公司组建单独部门，生产“土星”型汽车。
- 凯伦·安·昆兰在新泽西州莫里斯平原去世，终年31岁。昆兰长期处于昏迷不醒状态，这导致美国法院就人们是否有选择死亡的权利做出了历史性判决。
- 《时代》杂志以封面文章报道艾滋病。
- 普通邮件邮费从20美分每盎司上涨到22美分每盎司。

1986年

- “挑战者”号航天飞机在空中爆炸，7名机组人员遇难。机组人员中包括克里斯塔·麦考利夫，她是第一位进入太空的教师。
- 乌克兰切尔诺贝利核电站发生爆炸，释放出来的放射线是第二次世界大战中美国在日本广岛与长崎投下的原子弹释放出来的放射线的200倍。
- 美国政府负债总额增长到2万亿美元。
- 美国西部与中西部农村中有超过6万家农场的所有人丧失了农场赎回权。

1987年

- 美国总统里根提名阿兰·格林斯潘为美国联邦储备委员会主席，接替保罗·沃尔克。
- 在对柏林的访问中，美国总统里根公开要求苏联领导人戈尔巴乔夫“拆毁这堵墙”㊀。
- 美国食品药品管理局宣布将药品审批过程缩短两年。
- 天文学家发现了一个距离地球120亿光年的新星系。
- 8月25日，道琼斯指数上涨到2 722点，创下历史最高。10月19日，道琼斯指数暴跌508点，下跌到1 738点，创下有史以来单日最大跌幅。这次暴跌被称为“黑色星期一”。

1988年

- 在持续9年的战争之后，苏联从阿富汗撤军，承认在阿富汗的失败。

㊀ 即柏林墙。东德于1961年8月13日晚一夜之间建造了由钢筋混凝土与铁丝网构成、平均高度达3.6米的墙壁，将东德控制的柏林与西德控制的柏林完全隔开。柏林墙成为美苏之间“冷战”的象征。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沙特阿拉伯出生的奥萨马·拉登创建"基地"组织。

- 由于利比亚恐怖分子在机上安放的炸弹，泛美航空公司"103"号航班在英国苏格兰洛克比上空坠毁，270人遇难。
- 美国联邦参议院授权美国海军在公海拦截毒品走私，以强化反毒品战争。
- 医疗垃圾及其他废弃物被海水冲上纽约市海岸，数处颇受欢迎的海滩因此被关闭。
- 美国各大银行将最优贷款利率上调0.5%，从而使最优贷款利率上升到10.5%。
- 普通邮件邮费从22美分每盎司上涨到25美分每盎司。

1989年

- 乔治·布什宣誓就任美国第41任总统；弗吉尼亚州的L. 道格拉斯·怀尔德当选为美国首位非洲裔州长。
- 在修建28年之后，柏林墙被拆毁，东德与西德公民从此可以自由穿越边界。
- 巨型油轮Exxon Valdez号在阿拉斯加威廉王子海湾泄漏1 100万桶原油，这是美国历史上最严重的原油泄漏事件。
- HTML第一版启动全球互联网（World Wide Web）；"美国在线"首次登场亮相。

1990年

- 美国军队入侵巴拿马并于2月13日结束入侵，驱逐了诺列加将军。
- 在因为反种族隔离而被囚禁于监狱27年之后，纳尔逊·曼德拉获释。
- 前垃圾债券金融家迈克尔·米尔肯对6项重罪指控服罪，并支付6亿美元的罚款以就历史上最大的证券欺诈案件达成和解。
- "基廷五人帮"[⊖]中的四人在美国联邦参议院道德委员会接受调查，他们否认为小查尔斯·基廷提供帮助存在任何过错。小查尔斯·基廷是加利福尼亚州林肯储蓄贷款银行总裁，该银行在储蓄贷款银行危机中破产。
- 福特汽车公司收购美洲豹汽车公司。

⊖ 所谓"基廷五人帮"指包括亚利桑那州约翰·凯恩（John McCain）等在内的五位美国联邦参议员，他们接受了小查尔斯·基廷大约150万美元的政治捐款。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1991年

- 经过88天的军事行动，“沙漠风暴行动”将伊拉克军队从科威特驱逐出境。
- 在经营了62年之后，东方航空公司因资金短缺而停止营业。
- 密歇根州一法院禁止杰克·凯沃尔基安大夫为身患绝症的病人提供自杀帮助。
- 随着八个国家的监管机构关闭国际信贷与商业银行（Bank of Credit and Commerce International, BCCI）的分支机构，指控该银行欺诈、毒资洗钱以及对美国银行系统的非法渗透，世界性金融丑闻爆发。
- 在克罗地亚与斯洛文尼亚宣称独立后，南斯拉夫爆发了内战。
- 普通邮件邮费从25美分每盎司上涨到29美分每盎司。

1992年

- 随着当地塞族围攻波斯尼亚首都萨拉热窝，波斯尼亚北部爆发了战争。
- 在陪审团裁决殴打罗德尼·金的四名警察无罪后，洛杉矶爆发了致命暴乱，因为这4名警察殴打金的场面被人以录像拍摄了下来。
- 美国、加拿大与墨西哥的贸易代表签署了《北美自由贸易协定》(North American Free Trade Agreement, NAFTA)。
- 在主持该节目近30年之后，约翰尼·卡尔森最后一次主持“晚间秀”(Tonight Show)节目。
- 在击败在任总统布什与获得了19%普选选票的独立候选人洛斯·佩罗特后，比尔·克林顿当选为美国第42任总统。

美国，醒醒：房地产为你挣不了钱！

本文最初发表于1987年7月出版的《米伦坎普备忘录》[⊖]第1期。

20世纪70年代（当时通货膨胀率高于住房抵押贷款利率），最好的投资策略之一就是借钱，而比较容易的借钱手段就是利用不动产。这一策略可以应用于住宅、农场以及商业不动产中（这也是一个有效的税盾）。虽然大约在1981年的时候，经济环境已经逆转，但人们仍然使用这一策略。罗

⊖ 《米伦坎普备忘录》是米伦坎普向他的客户提供的季度通讯。《米伦坎普备忘录》全集可以在以下网站找到：www.muhlenkamp.com。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恩·米伦坎普发表了《美国，醒醒——房地产为你挣不了钱！》这一短文，指出经济环境的变化。

美国正在缓慢地从通过买房产而挣钱的美梦中醒来。我们都知道，20世纪60年代中期价值4万美元的房子现在价值12万美元。显而易见，任何拥有这样一套房子的人都赚了8万美元。但如果你真的相信房主赚了8万美元，那你可就错了。

自1965年以来，整个美国的物价涨了3倍。因此，仅仅要保持原有的价值，房地产的价格就必须上涨3倍。如果你在1965年用现金买了房子，现在把房子卖掉，你也不过刚好有足够的资金（还没算佣金与其他费用）来买一套与你现有的房子一模一样的一套房子而已。有些人可能把这称为利润，但房主的财务状况并没有改善。

不过，在过去20年中，很多人通过拥有房产而大幅改善了自己的财务处境。但是，他们不是在房地产上赚了钱，而是在房地产抵押贷款上赚了钱。

在20世纪70年代的10年中，利率低于房地产价格上涨的速度。以8%的利率借入利息支出可以抵税的贷款，然后用这一贷款购买以10%的速度升值的房地产，在整个20世纪70年代，这都可以让人们从中赚钱。今天，利率远远高于通货膨胀水平，因此借钱会让你亏损。

图5-1显示的是过去35年的年抵押贷款利率。这些抵押贷款利率按（当时的）最高税率以及通货膨胀率做了调整（通货膨胀率以每年的消费者物价指数的变动为依据）。在1968～1980年的大部分时间中，税后抵押贷款利率都低于通货膨胀率。事实上，只要储户愿意接受5%的存款利率，抵押贷款利率就只有8%或者更低。这样，人们就能够以8%的抵押贷款利率贷款，购买以10%的速度升值的房地产。在人们以8%的利率（税后利率为4%）贷款购买以10%的速度升值的房地产时，购买力净增长了6%。有人在付钱给你，让你借钱！如图所示，从1968～1980年，借钱的年平均净收益为4%，即如果贷款10万美元购买房地产，年平均净收益4 000美元。因此，在1968～1980年间，赚钱的关键就是以巨额抵押贷款购买豪宅。

这一好梦在1981年结束了，而人们现在才开始从这一美梦中醒来。如图5-1所示，如今借钱已不划算（税后实际抵押贷款利率已大于零）。经过比较，储户已经认识到存款凭证或者货币市场基金的收益高于存款收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在房地产升值速度减缓的同时，这导致抵押贷款利率开始上升。

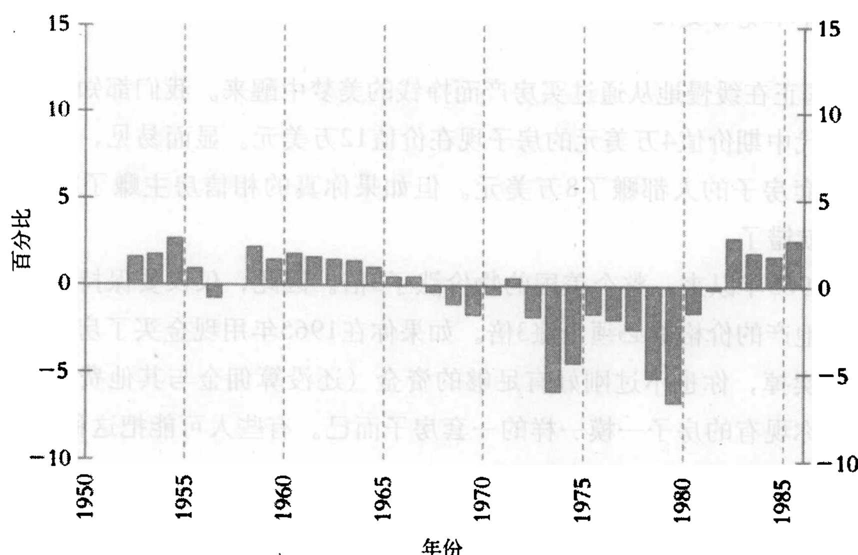


图5-1 税后实际抵押贷款利率，1952～1986年

1986年，房地产抵押贷款利率为10%（税后实际利率为5%），这比房地产2%的升值速度高3%。因此，现在贷款10万美元购买房地产，每年会遭受3 000美元的实际亏损。同1965～1980年间贷款10万美元购买房地产，每年能获得入4 000美元的净收益相比，这是天壤之别。此外，由于新税法的实施，借款的税后成本开始增加。

今天，很多人仍然热衷于以高额贷款购买豪宅，他们想尽办法拼命挣钱以支付10%或者12%的房地产抵押贷款利息，而房地产每年只升值3%或者4%。这些人没有意识到房地产的升值速度不足以让自己获利。等他们从梦中醒来，认识到20世纪80年代借款的实际成本时，将为时已晚。

2007年的最新情况

今天，30年期固定房地产抵押贷款利率弱高于6%。对于以35%这一最高税率纳税的人们来说，税后借款成本为4%。依据我们的判断，通货膨胀率为2%（房地产升值的速度一直高于通货膨胀率，但我们没有理由相信这种情况将持续下去）。因此，房地产抵押贷款的实际（即扣除了通货膨胀因素）税后成本弱高于2%，这与历史性平均成本大致相当。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有趣的是，几年前，有些人又开始从贷款买房中获利，但在获利的原因上，已此一时彼一时。一般情况下，房地产价格与通货膨胀亦步亦趋。过去数年中，随着抵押贷款利率的下跌，由于房地产买方的竞买抬高了房地产的价格，却没有同时导致月抵押贷款付款额的增加，房地产价格的上涨速度远远超过通货膨胀率。（你买房能够支付的限额就是每月的抵押贷款付款额）。在抵押贷款利率于2005年下跌到正常水平后，我不认为房地产价格将会继续以高于通货膨胀率的速度上涨。事实上，房地产价格已经平稳下来，游戏结束了。

工人的胜利

本文最初发表于1987年10月出版的《米伦坎普备忘录》第2期。本文指出，通过养老金计划，美国工人们拥有了大部分美国商业资产。

人们总认为自己是工人，这一点反映在从狄更斯、马克思时代到斯特兹·特克尔（Studs Terkel)、杰西·杰克逊时代的文学作品及大众媒体中。作为工人，他们认为自己与企业主和企业管理者为争夺一份企业所创造的财富而进行直接的竞争。他们认为自己劳动的回报就是每周或每半个月获得一次的工资支票，并且常常相信如果被企业主拿走的部分小一点，他们获得的报酬就会更高。

人们理所当然地从净薪角度考虑问题，他们用这一净薪来购买日用必需品和生活奢侈品。然而，净薪只是工人从工作中获得的收益的一部分。其他项目——无论是诸如税收之类从总报酬中扣除的项目，还是医疗保险、养老福利等根本不显示在工资单上的项目——都不那么显而易见，而且经常被工人们视为理所当然或者被忽视。然而，工资单中最容易被忽视的养老福利已经让美国工人拥有了美国商业资产的大部分。养老金和退休资产累积得如此之高，以至于彼得·德鲁克将工薪阶层称为“当今发达国家唯一真正的资本家。”

工人就是业主

如今工人就是业主，只是他们还不知道而已。据《养老金与投资》的统计，1986年年底美国最大的100家养老基金的资产超过8 450亿美元。在这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

100家养老基金中，只有48家是由公司投资管理的。这48个投资养老基金的企业的总市值为5 830亿美元，因此，这100家养老基金可以轻易地把这48家企业的所有股票全部买下来。就单个企业而言，这些企业中14家企业的员工养老基金的价值超过了各自企业的股票总市值。通过养老金计划，通用汽车公司的员工可以买下他们公司的所有股票。美国电话电报公司（AT&T）、USX、美国铝业（Aloca）、洛克希德·马丁（Lockheed Martin）、联合碳化（Union Carbide）、达美航空（Delta Air Lines）等公司的员工也能够买下各自公司的所有股票。

这100家美国最大的养老基金中，那些不是由公司投资管理的养老基金中的大部分是为公共服务部门员工设立的。加州公共服务员工退休计划（California Public Employees Retirement System，CalPERS）的资产超过370亿美元，这一金额足以买下通用汽车和福特公司的所有股票。同样，宾州州政府员工退休计划可以买下USX的所有股票，宾州学校员工退休计划拥有超过100亿美元的资产，足够买下USX与美国铝业两个公司的股票。

问题是美国的雇员们已经拥有了美国资本资产的很大部分，却还没有意识到这一点。一位即将从USX公司退休的员工每年可以领取2万美元的养老金，预期退休后还可以活15～20年，他认为自己很穷，但如果他一次性领取所有的养老金的话，他会认为自己比较富有。对同样的一笔钱，有不同的认识。

尽管工人们没有意识到他们实际上是公司的所有者，公司管理者却迅速而清晰地认识到了这一点。公司董事和管理者发现公司很大一部分股份控制在（可能并不友好的）养老基金和共同基金手中，于是他们利用各种各样的“毒丸计划”和所谓的股东权力计划，以设法保住他们在公司中的权力与影响力。管理者们有时使用的反收购支付或者股份回购差不多就是收买对自己不友好的股东，有些公司两种方法都使用。当通用汽车公司因为H. 洛斯·佩罗特拒绝对通用汽车公司丧失市场份额不做评论、通用汽车公司通过股份回购而支付了佩罗特7亿美元以让他闭嘴时，通用汽车公司遭到了包括纽约市养老基金财务主管等在内的其他大股东的围攻。对于佩罗特是通用汽车公司如此慷慨大方的唯一受益者，其他公司股东似乎很不高兴，因此他们要求解雇总裁罗奇·史密斯。通用汽车公司很快宣布回购公司股份。

有些公司通过发行不同类型的股票——其中一类股票拥有绝大多数的表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决权，而另一类几乎没有表决权——而损害股东在公司管理中的发言权。这一策略的问题是纽约股票交易“同票同权”这一条规定，采用这种策略的公司可能被纽约股票交易所摘牌。随着机构股东认识到自己的集体力量，公司这些策略遭到的反对越来越强烈。

1995年的更新

我们在1987年写道，机构股东和养老金计划开始“意识到它们的集体力量”。近年来，股东做出了很大努力，要求公司管理者将注意力集中在为股东创造价值上，结果常常导致企业进行各方面的裁减，包括裁员。但是公众并没有意识到这些大的养老金计划一直是这一趋势的激进推动者。

具体地说，在过去的数年中，加州公共服务员工退休计划对很多家大公司采取措施，要求它们提高效率和企业的赢利能力。这些公司包括通用汽车、柯达、西屋电气等。以员工的名义与为了员工的利益，加州公共服务员工退休计划对这些公司施加的压力导致了这些公司的首席执行官与整个管理层被解雇。

2007年的更新

近几年来，很多公司停止了固定收益养老金计划而转向固定缴款养老金计划。我们已经看到很多文章讨论这种转变的后果，但没有任何一篇文章提出了这一转变的历史原因。

固定收益养老金计划可以从字面上得到直观的理解。这种计划确定了员工将获得的收益——例如每月200美元——这一收益将承诺从某日开始支付给退休员工。

这种计划可能具有某个公司，例如通用汽车或者工会谈判团以及宾州教师联盟或者中部诸州养老金的特色。计划的管理由信托委员会负责，信托委员会的责任就是确保计划及其资产是为了该计划成员的利益而运作的，计划中的成员即员工与退休人员。信托委员会然后聘请精算师来帮助进行计划的管理。精算师做出假设，并计算预期寿命、通货膨胀率、工资水平等，以确保计划的成员需要这每月200美元的资金时，他们能够拿到钱。合同签立的当天，计划未来的债务从0美元每月增加到200美元每月这一事实使得情况变得更加复杂。大部分公司难以在一夜之间提供这么多资金，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此法律允许它们在一定时期内——通常为20～40年的时间——来为这一债务筹集资金。

好了，假设现在是1965年，你的养老金计划已经设立20年了。精算师的假设大多比较接近于现实。预期寿命已经增加了，但是关于工资水平与计划内资产的回报率等方面的其他假设一直与现实接近。在过去的20年中，公司每年都向养老金计划缴纳资金，因此该计划的资金已经十分充足。

现在很快到了1980年。在此前的15年里，因为利率的上涨和市盈率的下降，养老金计划中资产的回报率没有达到预期的水平，这迫使公司向计划缴纳更多的资金。同时，正值很多公司员工准备退休之际，公司失去了很多市场份额，不得不进行裁员。因此公司提出提前退休方案，以减轻裁员的压力。但现在退休计划遇到了问题：这意味着退休员工的人数迅速增加而在职员工的人数却在减少。而且，退休人员提出（由于通货膨胀的原因），现在每月200美元的养老金根本买不到15年前能买到的东西；他们要求以后的薪酬合同中将退休金增加到每月400美元。协商的结果（权益的结果）是退休人员的退休金增加了一倍，而该计划资金充足程度在一夜之间变成了只有50%。注意，虽然所有相关的人都是出于最好的愿望，这一结果还是发生了。

公司转而采用固定缴款计划的原因是没有任何管理者能够肯定地说，历史不会重演。由于如下基本假设——过去他们没有挺住，未来也可能挺不住，公司管理者不愿冒公司破产的风险。现在要求IBM和微软公司采用固定收益养老金计划等于是要他们冒如下风险：让公司的未来变得如同现在的通用汽车与福特汽车公司那样问题重重。任何这么做的管理者都是不负责任的。

表5-1列出了最大的养老基金的一些摘要数据。

表5-2中的数据来自2007年1月22日出版的《养老金与投资》(Crain Communication, Inc. 公司出版)。表5-2列出了美国最大的200家养老基金、它们的投资与管理者，以及这些基金的资产（单位为百万美元）。我们还列出了“市值”这一列，这一列显示的是各公司在2006年9月30日这一天的市值。在看表5-2时，特别注意带星号的公司的市值。这些公司养老金计划的市值高于公司本身市值。注意，大多数航空公司最近都宣布破产了，而汽车公司正面临着同样的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表5-1 最大养老金计划的一些摘要数据（资产单位：10亿美元）

养老金计划	1986年	2002年	2006年
前1 000家	N/A	4 700	6 487
前200家	N/A	3 560	4 911
前100家	845	2 900	4 062
CalPERS	37	143	218
前100家公司的市值	583	2 192	4 028
前100家养老基金中上市公司数目	48	41	41

表5-2 前200家养老基金/投资者及其市值（按总资产排名）

（单位：百万美元）

排名 2006年9月30日	投资者	养老金资产	市值
1	加州公共服务员工	218 214	
2	联邦退休勤俭基金	188 086	
3	加州教员	149 008	
4	纽约共同基金	144 289	
5	佛罗里达理事会	124 450	
6	通用汽车	118 992	18 812*
7	纽约市退休基金	114 598	
8	德州教员	100 717	
9	纽约州教员	94 347	
10	威斯康星州投资管理局	80 853	
11	IBM公司	79 567	124 699
12	通用电气	76 039	364 415
13	新泽西州	75 544	
14	俄亥俄州公共部门雇员	73 572	
15	波音	72 848	62 679*
16	AT&T公司	71 556	126 468
17	北卡罗来纳州	70 016	
18	俄亥俄州州教员	67 965	
19	Verizon	62 369	107 630
20	华盛顿管理局	60 045	
21	密歇根退休基金	59 988	
22	俄勒冈州公共雇员	58 549	
23	宾夕法尼亚州学校员工	58 490	
24	福特汽车	57 282	15 217*
25	加州大学	54 433	
26	弗吉尼亚退休基金	51 340	
27	格鲁吉亚教员	48 675	
28	明尼苏达州局	48 214	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

排 名 2006年9月30日	投 资 者	养老金资产	市 值
29	朗讯科技	44 825	10 488*
30	洛克希德·马丁公司	44 721	36 478
31	马萨诸塞州 PRIM	43 535	
32	科罗拉多州雇员	37 868	
33	伊利诺伊州教员	37 361	
34	洛杉矶雇员	35 877	
35	马里兰州国家退休基金	35 430	
36	联合国联合员工	34 419	
37	诺格	33 434	23 451*
38	宾夕法尼亚州员工	31 978	
39	田纳西协商会	30 699	
40	奥运西部联盟	30 158	
41	全国铁路	29 383	
42	阿拉巴马州退休基金	29 103	
43	联合技术公司	29 032	64 074
44	戴姆勒-克莱斯勒	28 584	51 074
45	杜邦	27 515	39 490
46	南卡罗来纳州退休基金	27 129	
47	埃克森美孚	26 721	398 907
48	密苏里州公立学校	26 229	
49	美国银行	25 867	242 451
50	南方贝尔	24 972	77 625
51	亚利桑那州立退休基金	24 863	
52	得克萨斯州雇员	23 890	
53	雷神	23 563	21 543*
54	联合退休基金	23 528	
55	花旗集团	23 494	245 566
56	犹他州国家退休基金	22 705	
57	奥驰亚集团	22 045	160 254
58	JP摩根	21 921	163 018
59	联合包裹运送服务公司	21 395	77 768
60	伊利诺伊州市政	21 143	
61	霍尼韦尔	21 080	33 495
62	爱荷华州公共雇员	21 027	
63	密西西比州雇员	20 428	
64	内华达州公共雇员	20 334	
65	中部卡车司机	19 652	
66	雪佛兰	18 983	142 561
67	美国航空	18 641	4 929*
68	联邦快递	18 333	33 325

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

排　名 2006年9月30日	投　资　者	养老金资产	市　值
69	壳牌石油公司	17 010	208 978
70	陶氏化学	16 920	37 395
71	宝洁	16 778	196 792
72	阿拉斯加退休基金	16 776	
73	国营农场	16 746	
74	英国石油公司美国分公司	16 600	216 907
75	旧金山市县	16 359	
76	3M	16 155	56 056
77	富国银行	15 883	121 826
78	惠普公司	15 700	100 492
79	保德信	15 562	37 134
80	肯塔基州退休基金	15 493	
81	佐治亚州雇员	15 433	
82	凯塞	15 325	
83	伊利诺伊州大学	15 106	
84	基督教卫理公会	15 096	
85	印第安纳州公共雇员	15 054	
86	卡特彼勒	14 623	43 148
87	德州县区	14 524	
88	德尔福	14 444	899*
89	肯塔基教师	14 431	
90	伊利诺伊州局	14 252	
91	洛杉矶市消防与警察	14 111	
92	通用动力	13 951	28 912
93	路易斯安那州教员	13 938	
94	辉瑞	13 636	206 786
95	柯达	13 440	6 434*
96	奎斯特	13 347	16 614
97	德州市委退休	13 343	
98	编号急症室（PG&E）	13 291	14 497
99	美联银行	13 269	88 694
100	国家电力	13 258	
101	世界银行	13 122	
102	强生公司	12 862	189 951
103	堪萨斯州公共雇员	12 703	
104	艾斯能	12 600	40 531
105	美国铝业	12 380	24 308
106	迪尔	12 195	19 400
107	新墨西哥公共部门雇员	12 029	
108	芝加哥公立学校教员	11 649	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

排 名 2006年9月30日	投 资 者	养老金资产	市 值
109	国际纸业	11 405	17 076
110	美林	11 218	69 340
111	俄亥俄州警方及消防	11 155	
112	康菲	10 400	98 094
113	大都会人寿	10 350	43 042
114	爱迪生综合	10 330	11 836
115	美联储员工	10 298	
116	俄亥俄州学校员工	10 277	
117	爱达荷州公共部门雇员	10 267	
118	夏威夷雇员	10 200	
119	南方公司	10 191	25 579
120	达美航空	10 122	270*
121	摩托罗拉	10 103	61 251
122	美国钢铁	10 068	7 099*
123	缅因国家退休基金	10 029	
124	洛杉矶市员工	9 945	
125	西门子	9 900	77 614
126	西南航空	9 831	60*
127	科赫产业	9 660	
128	惠好	9 555	15 278
129	沃尔玛超市	9 461	205 617
130	阿肯色州教员	9 446	
131	西尔斯控股	9 324	24 352
132	礼来	9 187	64 433
133	国际工程运营师	9 116	
134	雅培	8 905	74 190
135	1199 SEIU National	8 895	
136	圣公会	8 875	
137	J.C. 彭尼	8 851	15 334
138	纽约州的递延补偿金	8 788	
139	摩根士丹利	8 781	78 157
140	安泰	8 766	21 662
141	施乐	8 722	14 415
142	全国农村电气	8 659	
143	百事可乐	8 657	107 593
144	默克	8 592	91 180
145	美南浸信会公约	8 590	
146	田纳西流域管理局	8 535	
147	墨西哥教育	8 468	
148	俄克拉何马教员	8 408	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

排 名 2006年9月30日	投 资 者	养老金资产	市 值
149	SUPERVALU	8 332	6 275*
150	英特尔	8 303	118 648
151	锅炉制造商—铁匠（Boilermaker-Blacksmith）	8 221	
152	奥尔斯泰特	8 155	39 489
153	内布拉斯加州的投资会	8 138	
154	印第安纳教员	8 073	
155	杜克能源	8 068	37 841
156	路易斯安那州雇员	8 044	
157	I.A.M.National	8 001	
158	时代华纳	7 854	74 141
159	葛兰素史克	7 748	154 109
160	罗德岛雇员	7 694	
161	圣地亚哥郡	7 612	
162	百时美施贵宝	7 601	49 006
163	电子数据系统	7 596	12 692
164	纽约市的递延补偿金	7 570	
165	蒙大拿投资董事会	7 516	
166	哥伦比亚广播公司	7 421	21 994
167	优利系统	7 416	1 946*
168	长老教会	7 290	
169	多米尼亚资源	7 237	26 989
170	密苏里州雇员	7 150	
171	库克郡雇员	7 100	
172	ITT工业	7 081	9 468
173	美国电力	6 968	
174	莎莎	6 964	11 048
175	南达科他州	6 950	
176	俄克拉何马州公共雇员	6 898	
177	泰科国际	6 871	56 392
178	洛杉矶水利电力有限公司	6 856	
179	第一能源（First Energy）	6 820	18 425
180	惠氏	6 743	68 413
181	电力业联合委员会	6 716	
182	UMWA健康&退休	6 707	
183	目标	6 697	47 443
184	西弗吉尼亚州投资	6 596	
185	特拉华州公共雇员	6 527	
186	俄亥俄州递延补偿	6 493	
187	南加州爱迪生	6 485	
188	桔县	6 474	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

排 名 2006年9月30日	投 资 者	养老金资产	市 值
189	美国雷诺	6 458	18 315
190	芝加哥市政雇员	6 438	
191	迪斯尼	6 421	64 606
192	加州储蓄	6 295	
193	亚利桑那州公共安全	6 272	
194	怀俄明州退休（Wyoming Retiroment）	6 174	
195	美国运通	6 060	68 129
196	联邦百货	6 047	23 487
197	哈特福德金融	6 008	26 293
198	基督教中国香港信义会	6 001	
199	沙加缅度郡	5 997	
200	伊利诺伊UFCW工业	5 957	

* 代表养老金计划总值超过市值。

资料来源：Reprinted with permission from *Pensions & Investments*, January 22, 2007（Crain Communications, Inc.）。

米伦坎普对经济学的思考

本文最初发表于1988年1月出版的《米伦坎普备忘录》第3期。1996年10月增加了一些新的观点。本文主题包括自由意愿与政府，通货膨胀与衰退对消费模式的影响，投资对经济的影响，收入所得税对工作动机的影响等。

经济学格言

"没有免费的午餐"——米尔顿·弗里德曼

因此，消费任何产品必须先生产该产品，花费的每一美元必须先赚到这一美元。

价格是由（潜在的）买方决定的。

没有任何人或者公司能强迫你购买他们的产品（只有政府能够做到这一点）。除非产品及其价格能吸引消费者，否则就不会有人购买它。

机构并不存在，存在的只有人。

机构不过是一群有着共同利益的个人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们都是志愿者。

没有人能够真正强迫我们去做我们不愿意做的事。

我们可能被阻止做我们想做的事。

观点

(1) 人们的智力、能力、愿望及兴趣是不同的。无论你怎么制定规则，总有10%的人会违背它。但必须为那90%的人制定规则，其余10%的人可以视为例外。

(2) 我们不会因为挥霍而变得富有；我们只能通过挣钱与投资才能变得富有。

(3) 人们有三种工作速度：

- 为不会也不能辞退他们的人工作，通常是政府。
- 为可能会辞退他们的人工作，通常是企业。
- 为自己工作。

(4) 人们有四种消费模式：

- 为自己（私有经济）花自己的钱（自己赚的钱）。
- 为别人（民间慈善）花自己挣的钱。
- 为自己花别人的钱（如参议院的办公楼）。
- 为别人花别人的钱（政府的项目）。

(5) 对人们的长期繁荣来说，通货膨胀的危害超过经济衰退的危害。在经济衰退时，人们更努力工作，花费更少，更注意他们的开支。这是一个自我更正的机制。在经济衰退的时候，人们的动机不是更努力地工作，而是投机；不是借得少一些，而是借得更多一些，不是消费少一些，而是更多的消费。

20世纪70年代的农民认识到，对自己最有利的不是种玉米，而是借更多的钱买更多的农场。每周工作40个小时的人们发现，对自己最有利的是借更多的钱买更大的房子。我们有了这么一个信念：我们可以通过大把大把地花钱而让自己变得富有，而且，只要利率低于通货膨胀率，这方法奏效。

这方法是以这个世界上那些存钱的人的利益为代价的。

储蓄者的支出也是同样的道理。只要有人愿意接受5.25%的存款利息，就有人能够以（税前）7.5%的利息借到钱，并买入以10%的速度升值的房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子。对借钱者来说，这是好事，但却没给储蓄者带来多大好处。

于是，储蓄者变得聪明起来，并提高了存款利率。情形于是变了，今天也还依然保持这一已经变了的格局。储蓄者现在能够获得足够多的利息来抵消通货膨胀，缴纳税款，并且还能剩下一两个便士。现在，大举借钱来买豪宅已经是亏损的交易了。1965～1980年间，这是赚钱的交易。不过，这一事实还是教育了相信大把大把地花钱可以让自己变得富有的那一整代人。无论是个人还是国家，你都不可能通过大把大把地花钱而让自己变得富有。

经济不是由于大量开支而变强的，而是由于投资而得以增强的。我祖父用马耕田。100年前，2/3的美国人是农民，他们都用马耕田。同100年前的人们相比，我们的生活好很多，而付出比他们少很多。这不是因为他们花费太多，或我们花费太多，而是因为人们把大量的时间和精力（也可以说是将储蓄）投资在从福特汽车、拖拉机到麦考密克的收割机和爱迪生的电力这样的想法上。今天我们正是从这些投资中获益。如果先人们将钱都花掉了（毕竟，葡萄酒、女人或者歌曲总是能够买到的），那么我们今天就不会有这些了。

辛格先生发明了缝纫机，当问及原因时，他回答说“为了钱”。今天我们都被告知贪婪是一种消极的情感。在某种程度上，贪婪是伟大的。它使人们很容易得到激励。我很庆幸辛格先生是贪婪的。这让我能比我的曾祖父穿上更好更便宜的衣服，而我曾祖父完全靠曾祖母用手指一针一线地缝织才有衣服穿。

进一步的观点

你能强迫人们投入时间，但是你不能强迫他们做有用的事情。任何非市场经济都能为此提供论据。

我有一个叔叔，他是农民。几年前他到俄罗斯旅游。回来后，他对我说，他对俄罗斯经济出问题一点也不感到意外。他看到11个人在捆绑干草包，用他的话说：“我只要两个人就能干好这活。”我说，他认为那些俄罗斯人是农民。他回答说：“当然”。我说，那些俄罗斯人不是在为自己工作，而是在为政府工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又一个观点

以下摘自戴维 R. 亨德森1996年10月9日发表在《华尔街日报》的题为《当经济高于政治》一文。

瑞典皇家科学院将诺贝尔经济学奖授予威廉·维克里、詹姆斯·莫里斯。莫里斯先生是英国工党的顾问。1971年，在他发表的一篇文章中，他接受政府应该通过再分配，将收入从富人手中转移到穷人手中这一前提。在对人们的技能和收入能力作出合理假设的基础上并考虑了税率对人们挣钱动机的影响之后，他应用大量的数学计算得出政府对高收入人群应征收的最高边际税率。猜猜他计算出的结果是多少，是83%——英国政府当时征收的最高税率，还是70%——当时美国的最高税率？都不是。莫里斯得出的结论是，最高边际税率不应该超过20%。此外，他还发现对每个人征收的边际税率都应该是20%。简言之，这位左翼经济学家说，最佳税收结构就是我们现在所说的单一税负。

莫里斯先生对自己的研究结果目瞪口呆。他在文章中写道："我必须承认，我本希望，以实用主义的方法对收入税进行严密的分析，从而为高税率提供论据。结果却不是这样。"

维克里先生在发表于《帕尔格雷夫经济学词典》中的一篇文章中提出，对社会中拥有最高技能的人群应该征收零边际税。"阻止一个人赚取他收入中的最后一美元毫无意义，因为他不赚取这一美元的话，就没有这一美元的税收收入。"阿瑟·拉弗说得再好不过了。维克里先生（在1964年）写道："事实仍然是，人们从能挣钱的工作中所得到的收入要被征税，而从休闲中得到的推定收入却不被征税。结果，收入税会导致人们选择休闲而不是选择能挣钱的工作，并达到不经济的地步。"

各位，我的结论并不是什么新东西，但这要求政界人士放弃一些税收收入与他们手中的一些权力。政治就是关于权力的。

一个美国家庭对联邦预算的看法

本文最初发表于1988年4月出版的《米伦坎普备忘录》第4期，更新于1992年和2002年。这篇文章从个人的角度分析联邦预算和权益项目，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这让人们能够以自己了解的语言分析这些。本文指出，人们关注政府支出不只是因为债务，也是因为它将私人部门的资金拿走了。政府每花一美元，我们——纳税人——就必须赚一美元。天下没有免费的午餐。

当人们开始讨论政府预算时，开始看完几个1 000亿美元的数据后，就变得目光呆滞了。我们见过用图形表示的预算总额，例如，一堆美元钞票一直堆到月球上，还继续往上堆。为了帮助我们了解政府财政规模之巨大而制作的这种图表常常与政府预算的原始数据一样能让我们感觉喘不过气来，但它们对我们理解政府预算其实并没有多少帮助。

我发现，了解政府预算的一个有效的方法就是从每人或每个家庭承担多少份额的角度来分析它。表5-3显示的就是每人或者每个家庭承担的政府预算份额，它让我知道对其中的每一项，我家或者我个人承担了多少。注意，表5-3的数据仅包含联邦政府预算，不包含州和地方政府预算。2002年，州和地方政府在公共教育上的支出为3 700亿美元（平均每户占3 500美元）；2006年这个数据为4 310亿美元（平均每户占3 767美元）。

我又更进一步做了计算。在可能的情况下，我计算了政府预算资金的意向接受者平均每人接受的金额（大致估算）。1988年，退休人员每户家庭从社会保障、医疗保障和养老金中平均获得的金额为2万美元。

我们最初在1988年春季出版的通迅中分析这一问题，当时，我们计算了平均每人或每户承担的联邦开支份额。我们已经更新了表5-3中的数据。1992年联邦政府开支比1988年高9个百分点（扣除通货膨胀因素后），而2002年联邦政府开支比1992年高16个百分点（也是扣除通货膨胀因素后）。扣除通货膨胀因素后，2006年联邦政府开支比2002年高14.5个百分点。

当很多人将注意力集中在政府赤字上时，我们多年来一直认为问题出在政府的开支规模上。因为政府开支的每一美元都是从自由市场上拿过来的，私有经济弱点的主要原因之一就是政府开支规模的不断增加。

了解问题所在

从表5-3中你可以看出，政府预算增长的主要部分是权益项目，特别是社会保障和医疗保障。老龄人口占总人口的15%，他们接受到的金额却占政府社会性支出的60%以上。政界人士很清楚这一点。十多年前，狄普 · 奥尼尔就很清楚这一点，而芭芭拉 · 乔丹在民主党全国代表大会上专门提过这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表5-3 政府预算项目，1988～2002年

	1988年	1992年	2002年				
人口/百万	245	257	288				
家庭户数/百万	90	95	105				
消费者物价指数（CPI）	355	424	533				
项目/10亿	1998年	1992年	2002年	美元/人 2002年	美元/户 2002年	接收者数/百万 2002年	每个接收者收到的美元 2002年
社会保障	219	288	456	1 583	4 343	46.45	9 817
医疗	79	119	231	802	2 200	40.4	5 718
养老金	47	58	83	288	790	2.65	31 321
收入保障[①]	83	142	230	799	2 190		
退伍军人	29	34	51	177	486		
国防	290	298	349	1 212	3 324		
国际事务	10	16	22	76	210		
原子能	3	5	0	–	–		
科学	11	16	21	73	200		
能源和环境	15	20	29	101	276		
农业	17	15	22	76	210	0.8	27 500
商业和住房	9	8	0	–	–		
交通	27	33	62	215	590		
社会	5	7	13	45	124		
教育	31	43	71	247	676		
健康	44	89	197	684	1 876		
司法	9	14	34	118	324		
一般行政费用	9	13	17	59	162		
未分配抵消	−37	−39	−48	(167)	(457)		
收益净利息	152	199	171	594	1 629		
总支出[②]	**1 064**	**1 382**	**2 011**	**6 983**	**19 152**		
收入	909	1 091	1 853				
赤字[③]	−155	−290	−158				
按2002年美元计算的总支出	**1597**	**1737**	**2011**				
与前一年相比的增长率(%)		9	16				
联邦总支出占GDP的比重(%)	**21.2**	**22.2**	**19.5**				

① 收入保障包括失业补贴、粮票、保险收入补助（SSI）、困难家庭临时救助（TANF）、所得税抵免（EIC）。

②③ 由于四舍五入，总数可能不一致。

数据来源：Office of Budget and Management, Historical Tables, Budget of U.S. Government, Fiscal Year 2004。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很少有人意识到，1986年退休的人已经从社会保障中领回了他们此前向社会保障支付的每一毛钱；而且在余生中，他们还可能从社会保障再领取3倍于他们向社会保障缴纳的金额（所有的数据都扣除了通货膨胀和公司缴纳的金额。如需更详细数据，可向我索取）。1992年，140亿美元的社会保障福利资金支付给了年收入超过10万美元的人，2002年这一金额更高。可是，我还没有听到有人为如下现象说出理由：拥有超过100万美元的资产或年收入超过5万美元的人从社会保障中领取的资金应该超过他们向社会保障缴纳的金额。

在今年这一令人着迷的政治大选年份中，人们提出、考虑并讨论了一些改弦更张的方案。虽然我为此感到鼓舞，但在我看到美国公众弄清楚联邦预算与社会保障这些简单的算术前，我怀疑美国公众是否有解决这些经济问题的决心。

2007年的更新

2002～2006年间，预算与管理办公室（它是我们数据来源）改变了分类方法，这导致难以对新数据与老数据进行比较。因此，在表5-3中，我们采用旧的分类方法，对2002年以前的数据进行比较；在表5-4中，我们采用现在的分类方法，比较2002年和2006年的数据。

除了从教育、国防到农业部等的许多部门有望赶超社会保障和医疗照顾而成为联邦支出中增长最快的部门外，2007年没有其他变化。见表5-4。

表5-4 美国联邦政府净费用表

	2002年	2006年
人口	288	299
家庭户数/百万	109	114
消费者物价指数（CPI）	533	597
国民生产总值（GDP）/10亿美元	10 470	13 247

年度结束于9月30日，2002年、2006年/10亿美元	2002年9月净费用	2006年9月净费用	美元/人 2006年	美元/户 2006年	美元/每位接收者 2006年
国防部	406.5	633.9	2 120	5 561	
卫生与人类服务部	472.9	627.4	2 098	5 504	
社会保障管理	492.6	592.8	1 983	5 200	14 000
公众持有国债的利息	175.4	221.5	741	1 943	
退伍军人事务部	215.8	113.8	381	998	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年度结束于9月30日，2002年、2006年/10亿美元	2002年9月净费用	2006年9月净费用	美元/人 2006年	美元/户 2006年	美元/每位接收者 2006年
农业部	70.9	97.6	326	856	28 500
教育部	45.1	92.6	310	812	
财政部	62.4	81.4	272	714	
交通部	63.8	66.0	221	579	
能源部	−7.8	65.8	220	577	
国土安全部	—	56.6	189	496	
劳工部	64.7	48.2	161	423	
住房和城市发展部	34.1	42.0	140	368	
司法部	27.2	27.6	92	242	
人事管理办公室	0.2	19.7	66	173	
国家航空和航天局	14.6	19.2	64	168	
内务部	14.3	17.1	57	150	
国务院	10	13.8	46	121	
国际发展署	8	10.4	35	91	
环保署	7.7	9.6	32	84	
商务部	6.2	8.2	27	72	
联邦通讯委员会	5.7	7.6	25	67	
铁路退休委员会	9.3	7.1	24	62	
国家科学基金会	4.2	5.7	19	50	
联邦存款保险公司	1.1	1.7	6	15	
小企业管理局	0.8	1.4	5	12	
核能监管委员会	0.2	0.4	1	4	
一般事务管理局	−0.4	0.4	1	4	
全国信用社管理局	−0.3	0.1	0	1	
田纳西流域管理局	1.1	−0.5	(2)	(4)	
美国进出口银行	1.5	−0.2	(1)	(2)	
退休金福利保障公司	11.8	−4.3	(14)	(38)	
美国邮政署	16.7	−12.7	(42)	(111)	
所有其他机构	22	30.5	102	268	
总和①	**2 260**	**2 901**	**9 703**	**25 450**	
合并收入	1 878	2 441			
未匹配交易及结余	17	11			
净运营成本（政府赤字）	−365	−450			
以2006年美元计算的总费用	**2 531**	**2 901**			
与上年相比的增长率(%)		14.6			
联邦政府总支出占GDP比重(%)	21.6	21.9			

① 由于四舍五入，总数可能不一致。

资料来源：Office Budget and Management, Financial Report of the U.S. Government, Fiscal Years 2002 and 2006。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通货膨胀是定时炸弹

本文最初发表于1989年6月出版的《米伦坎普备忘录》第9期。

1989年，米伦坎普的一位寡妇朋友去找一位著名的理财规划师（这位规划师也是米伦坎普的朋友）。规划师对她说，作为寡妇，她不能让她的钱去冒风险。她应该阶梯式投资于联邦财政部债券（所谓阶梯式就是持有一系列不同到期日的债券，因此无论利率如何变化，有些债券总是稳当的。当然，采取这种策略等于承认对于利率实际上会如何变化，你毫无头绪）。该规划师为她作了一个15年的规划，根据这一规划，她的财务状况会很不错。

米伦坎普向该理财规划师指出，他所制定的规划只帮助她防范短期利率波动的风险，却一点也不能防范长期通货膨胀的风险。由于她需要的是长期理财规划，因此对她来说，更大的风险是长期通货膨胀的风险。（参看本章文章《什么是风险》）。不仅如此，按照当时的利率与她的开支水平，她会在不到25年的时间内耗尽她的资产，而这位女士当时只有52岁。

理财规划师给该女士提出的这种建议并不少见。他的建议深深根植于当时公众中流行的看法。米伦坎普写了《通货膨胀是定时炸弹》这篇文章，指出这种流行看法的主要弱点。

我们学到的如何保全本金的那些规则如今已经变成一个陷阱。现在，人们拼命地想通过购买高收益的投资产品来维持他们的收入，他们坚信如果自己“只花收入——不动本金”，那么，他们的资产与收入的价值就会完好无损。但这是一个陷阱。

假设1967年，你是一个52岁的寡妇，打算靠投资的收入生活。你已付清购买住宅的款项，手里有20万美元的资产可用于投资。那时的主导利率是4.5%，这些资产每年为你提供9 000美元的收入。1967年一美元的价值是现在（1989）一美元价值的3.72倍。因此，依靠这笔收入，你可以生活得很舒服（按1989年的美元计算，这笔钱值3.72×9 000 = 33 500美元）。见表5-5。

不久，通货膨胀来了，利率也随之升高。到1981年，通货膨胀率达10%，利率达14%。从表5-5中可以看到，由于这段期间利率上涨的幅度弱高于消费者物价指数（CPI）上涨幅度，你的收入还能与CPI增长持平；你收入的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买力挺住了。你感到相当的满意——但定时炸弹就要爆炸了。

表5-5 “只花收入——不动本金”的效果

年龄	年份	本金/美元	利率(%)	利息“收入”/美元	通货膨胀率(%)	CPI	美元的价值①	收入的购买力①/美元
52	1967	200 000	4.50	9 000	1	100	3.72	33 500
66	1981	200 000	14.00	28 000	10	281	1.32	37 000
74	1989	200 000	8.00	16 000	5	372	1.00	16 000
79	1994a	200 000	8.00	16 000	5	475	0.78	12 500
	1994b	200 000	5.00	10 000	1	390	0.95	9 500

① 美元的价值和收入购买力都以1989年的美元计算。

1981年，我们认为，以下两种情况中的一种可能发生。

(1) 定时炸弹缓慢爆炸。通货膨胀率可能维持在10%，利率维持在14%。你的收入每年以10%的速度丧失购买力，在仅仅7年的时间里，你收入的购买力下降了一半。

(2) 定时炸弹迅速爆炸。通货膨胀率和利率都急剧下降，收入随着利率的降低而减少。结果是你的收入迅速丧失购买力。

我们都知道，定时炸弹迅速爆炸了。在通货膨胀率下降的同时，利率也下跌了。

利率14%的存款凭证不再存在了。靠资产带来的收入生活的那位寡妇与她的朋友们发现，自1981年以来，她们的收入和购买力缩水了。她们四处寻找高回报的投资来维持她们的收入。尽管在75岁的年龄，她们仍然精力充沛、身体健康，但她们发现越来越难以维护她们所喜欢的住宅和探望她们更加深爱的孙子孙女们。不过，困境还没有结束。

通货膨胀是决定因素

今天（1989年），我们已准备重复上面的这一过程。那些假定利率将维持在8%的人隐含地也假定通货膨胀率将维持在5%。这种情况下，购买力将在5年内缩减27%。事实上，如果我们能够将通货膨胀率降低到1%～2%，利率很可能会是5%，收入也会再次迅速减少。这种情况就是表5-5中的1994a和1994b所显示的。其中一种情况肯定会发生，因为它已经存在于经济之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在为期仅仅27年的时期内，那些靠资产给他们带来的收入生活的人们将丧失2/3的购买力。他们在遵循“只花收入——不动本金”原则的时候，丧失自己购买力的2/3，而这一原则就是为了防止他们的资产缩水。他们没有能够遂愿，因为他们考虑的只是本金和收入，而没有考虑购买力。

当通货膨胀率是10%时，本金每年也必须以10%的速度增长，才能刚好抵消通货膨胀的影响。要保持本金的购买力不变，那只有（利率14%的存款凭证）额外的4%的利息可供开支。今天（1989年），通货膨胀率为5%，本金也必须以5%的速度增长，才能刚好抵消通货膨胀的影响。不管是以利息的形式还是增值的形式，只有超出通货膨胀的那部分回报才代表购买力的增加。

通货膨胀的罪责在于它降低了货币——资产与收入——的价值（购买力）。联邦政府为度量衡设定了标准，这样，没有任何商人能够在一磅糖或者一加仑汽油上让你短斤少两；但是，联邦政府没有为货币的购买力设定标准，这让货币本身能够让你的储蓄丧失价值。与流行的看法相反，只有政府能够制造通货膨胀，因为只有政府能够印发货币。

在通货膨胀为零的时候，“只花收入——不动本金”是一个绝妙的准则。但通货膨胀急剧攀升的时候，它就变成了陷阱。人们确实相信，只要不动本金，本金就会完好无损。因此他们只为获得收入而进行投资。直到现在，他们才发现资产必须与通货膨胀一起增长，否则他们获得的收入就会丧失价值。

2007年更新

尽管用了5年多一点的时间，我们所警告的结果还是发生了。我们在表5-5里增加了两行，于是变成表5-6（见表5-6）。对1994年，我们用1993～1995年间的平均利率，以熨平这一时期利率的急剧波动。对2006年，我们采用当时的利率。

表5-6右边的一列显示了通货膨胀对“只花收入——不动本金”这个保守原则的影响。在过去的39年中，随着我们经历通货膨胀率从1%急剧上涨然后又回落到2%这样一个轮回，美元的价值减少了81%，投资收入的购买力也下跌了81%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表5-6 "只花收入——不动本金"的效果（更新）

年龄	年份	本金/美元	利率(%)	利息"收入"/美元	通货膨胀率(%)	CPI	美元的价值①	收入的购买力①/美元
52	1967	200 000	4.50	9 000	1	100	3.72	33 500
66	1981	200 000	14.00	28 000	10	281	1.32	37 000
74	1989	200 000	8.00	16 000	5	372	1.00	16 000
79	1994a	200 000	8.00	16 000	5	475	0.78	12 500
	1994b	200 000	5.00	10 000	1	390	0.95	9 500
2006年更新								
79	1993～1995②	200 000	6.76	13 520	2.8	449	0.83	11 222
91	2006	200 000	5.00	10 000	2.0	571	0.65	6 500

① 美元价值和收入购买力都是以1989年为基准的。
② 数据是1993～1995年间的平均数据。

编者的话

米伦坎普的寡妇朋友怎么样了？1989年，她委托米伦坎普替她投资于风险分散的普通股票资产组合，而不是理财规划师建议的阶梯式债券。大约20年后，在扣除通货膨胀因素后，她的资产高于原来的价值，她的支出水平也高于债券所能提供的水平。如果她听从了理财规划师的建议而将资产全部投资于债券，她会有利息收入，但是她的收入会越来越少，并将不得不动用本金。

拆除通货膨胀定时炸弹

本文最初发表于1989年7月出版的《米伦坎普备忘录》第10期，回应对《通货膨胀是定时炸弹》一文的质疑。本文分析了为维持购买力，投资者所面临的投资选择。（在合适的情况下，2007年数据在括号中。）

《通货膨胀是定时炸弹》一文的目的是为了指出，将注意力完全集中在美元与收入上而忽视购买力和资产的长期投资规划会掉入一个陷阱。要维持购买力，必须对美元做通货膨胀影响的调整，也必须对收入做购买力损失的调整。不做这些调整，资产会损耗，收入也会损耗。

随着通货膨胀造成名义利率与实际利率之间的巨大差距，在过去30年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，忽视这种调整而产生的问题已经引起公众的注意。由于很多人准备退休并希望在以后的20～30年中，靠资产带来的收入过活，忽视这种调整导致的问题变得更加严重。如果你也抱着“靠收入过活”的想法，那我们怎么强调下面这一点都不过分：要想长期维持购买力，只有超过通货膨胀率的那部分收入才是可供开支的。

要在面临通货膨胀影响的情况下保持购买力，投资者能够选择的投资市场有以下3个：短期债券市场、长期债券市场和股票市场。

短期债务

从借款人的角度来看，短期债券市场为分期付款、信用卡购物、公司存货与政府运营资本提供融资。从存款人的角度来看，短期债务包括活期存款账户、国库券、存款凭证、商业票据与货币市场基金。任何人如果持有利率为9%的存款凭证（2007年是4.5%），并同时为信用卡余额支付18%的利率人，同时参加了借方与贷方两方债务市场，并且为这种特权付出高额代价。

历史上，投资于上述短期债务证券的存款者能够获得的利率和通货膨胀率大致持平。也就是说，扣除通货膨胀影响后，在没有花费任何精力也没有承担什么风险的情况下，你实际上什么钱也没有赚到。在整个20世纪70年代一直大幅低于通货膨胀率之后，短期债券市场的利率在1981年以后才持续性地高于通货膨胀率。由于短期债务市场的回报率不可能长期高于通货膨胀率，所以我们没有理由相信现在（1989年）高于通货膨胀的超额回报能够持久。

长期债务

从借款人的角度来看，长期债务市场为工厂、住宅和政府支出提供融资。从投资者的角度来看，长期债务包括公司债券、房利美[⊖]吉利美[⊜]抵押贷款池、长期国债和市政债券。这些证券间的利差反应了它们在信用等级、到

⊖ “美国联邦国民抵押贷款协会（Federal National Mortgage Association）”的俗称。是美国住房抵押贷款的最大来源。该公司成立于1938年，是一家政府支持的上市企业，主要目标是使美国中低收入家庭更容易获得房屋贷款。——译者注

⊜ “美国政府国民抵押贷款协会（Government National Mortgage Association）”的俗称。是美国政府独资拥有的一家企业，主要业务是为不动产放款抵押债券(MBS)提供担保。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期日和税收（市政债券）等方面的不同。

历史上，优质长期债务的回报率比通货膨胀率高2%～3%。20世纪70年代，长期债务回报率大幅低于通货膨胀率，而在80年代又大幅高于通货膨胀率。（从借款人的角度如何分析这些数据，参看本章前面文章《美国，醒醒——房地产为你挣不了钱！》）但是，我们没有理由预期能够长期获得比通货膨胀率高3%的回报。因此，如果你持有长期债券并希望能维持购买力，那每年只花费你所有资产的大约3%。如果你认为通货膨胀率和利率都会下降，并想锁定目前的利率水平，一定要保证你购买的债券是不可赎回的。

股票

权益投资拥有所有权，而且一般是长期投资。权益的所有权可以是房地产、有形资产或者是商业企业。它可以是独占所有权、合伙或者是公司的股份。大多数投资者通过对自己住宅拥有独占所有权而拥有对房地产的投资，通过持有公司股份而拥有对公司的投资。公司股份通常比房地产更具流动性——即买入与卖出公司股份容易得多。公司股份的这一优点部分地被股票价格短期波动所抵消。

关键是要将注意力集中在股票投资的长期性上，而不要陷入股票价格短期波动的陷阱。对持有公司普通股所能获得的总回报进行的长期研究表明，普通股的总回报比通货膨胀率高5%～7%。总回报中有一部分是红利，有一部分是资本利得。股票投资的回报率高于债券投资的回报，对此没有人持有异议。

同债券相比，公司股票能够为投资者提供更高的回报，这是因为管理者是为股东谋利而损害债权人的利益的。除非管理者预期将借来的资金投资于公司所从事的业务有利可图，否则他们就不会借钱（发现债券）。因此，股东权益回报率必须高于公司借款利率。否则，管理者就再不会借钱，这将导致利率的下跌。（1981～1982年，长期利率高于公司权益平均回报率，这一现象让我们确信，利率一定会下跌。）

同样，每个公司司库与你我有着一样的动机：省钱。他们会赎回高利率债券，再发行低利率债券；我们会对高利率抵押贷款进行再融资。从贷方的角度来看，这就是为什么我们购买的大部分债券都是不可赎回的原因。

华尔街的那些人说股票的回报率高于债券的回报率是因为股票的风险更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高。但是，华尔街将风险定义为波动性——也就是股票价格在一天、一周或者一个月中的波动状况。我相信，大部分人对风险的定义是资金亏损的可能性。这是两种完全不同的观点。

1987年，股市的波动性非常高——不久上涨而且下跌。没有人抱怨上涨波动，他们只抱怨下跌波动。1987年12个月的股市总回报为零。任何商人都会告诉你，即使景气的年份也会有灾难与不测风云。关键是要将股权投资看成是长期商业投资，投资期限至少3年。这意味着，如果你计划将投资的资金用于明年的假期或者是两年后的大学学费上，那么就不要购买长期股票或债券。如果你的资金是为了10年、15年或者20年后退休之后用，那就无需担心价格的短期波动。

编者的话

注意，即使在1989年短期利率高于通货膨胀率时，米伦坎普也预见这不会长久。而事实也是如此。米伦坎普并没有水晶球。他只是分析历史数据，理解它并且应用它。历史数据显示，短期债务利率和通货膨胀率持平，长期债务利率比通货膨胀高2%～3%，普通股股票回报率比通货膨胀率高5%～7%。因此，对长期（投资期限高于3年）投资者来说，股票的回报一般高于债券的回报。

什么是风险

本文最初发表于1989年10月出版的《米伦坎普备忘录》第11期。本文分析了两类风险：波动性风险与资金亏损风险，也分析了作为这些风险防范措施的长期投资与分散化投资。2005年的更新提出了第三个且常常被忽视的风险：当初买股票时，支付的价格就过高。防范这种风险的措施就是知道如何评估股票。

当人们寻求投资建议时，专业人士的第一个反应是问“你能承受多大的风险？”接下来的讨论都将围绕**风险**这一概念进行。然而，在当今的金融世界中，专业理财规划师和股票经纪人对风险所下的定义和大多数人对风险的定义已经完全不一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们相信大多数人将风险定义为资金亏损的可能性。在米伦坎普公司，我们对风险的定义是购买力（即通货膨胀因素调整后的货币）损失的可能性。但是华尔街将风险定义为价格的波动性。根据华尔街的定义，短期内价格运动幅度（向上或者向下）最大的证券被视为风险最高的证券，而那些价格几乎不变的证券——如存款单——则被视为最安全的。我们不认同这一定义。我们将价格的波动性称为**波动性**。

20世纪60年代末与70年代初，华尔街和学术界开始利用计算机研究股票价格运行模式时，他们也谈及波动性，但很少有人阅读他们的文章。因此，他们开始将波动性称为**风险**，于是引起了更多人的关注。不幸的是，他们后来在谈论波动性风险的时候，好像波动性是唯一的风险；他们设计出了降低资产组合波动性的详细方案，但很少甚至根本没有考虑暗含的假设。

1989年9月19日和20日《华尔街日报》的专题文章报道说，目前许多养老基金投资于房地产。尽管房地产回报率低，养老基金经理还是投资于房地产，因为房地产价格（由评估机构确定的）的波动幅度比股票价格（每天定价）波动幅度小。这些人已经让他们自己相信房地产比股票风险小就是因为房地产不是每天定价的。

延长你的投资期限

我想在此说明几点。投资首先要考虑的是投资期限。大多数投资者——与大多数商人一样——应该有至少3年的投资期限——这是长期动力发生作用所需要的最短时间。养老基金最合适的投资期限是10年计算。养老基金担心它的资产价格在1987年会有多大的波动没有多大意义，就如同农场主担心他的庄稼在二月份能收获多少或者滑雪板店主担心七月份能卖多少滑雪板一样没有多少意义。对农场主与滑雪板店主两位商人来说，最短的评估单位是一年。因为他们两人都预计每10年中会有2～3个不景气年份，因此3～5年的期限是一个更合适的最短评估单位。

养老基金也是一样。养老基金应该是真正的长期投资者。然而华尔街对波动性风险的极度关注导致养老基金将注意力集中在季度回报上。（我们见过的衡量波动性的最长的单位是一年。）最具有讽刺意味的是，监管这些养老基金的正是那些知道在养老基金这个行业中衡量投资业绩的合适时间长度是至少3～5年的人。我们见过很多精明的商人在管理他们的公司时，注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重的是长远上公司价值的实际增长，却按短期与人为的标准来管理他们的养老基金。

20多年来，我们见过公司管理者以相悖于他们当时管理公司的方法投资养老基金。他们今天还这样做。为了提高公司的回报率，很多公司现在卖出房地产并买进股票，而与此同时他们的养老基金所做的却刚好相反（卖出股票买进房地产）。显然，在评估这些资产时，他们使用了不同的标准。我们不清楚他们为什么这么做。

很多人对他们在房产上所赚的钱印象深刻。他们每5年或者每10年对房子进行一次价格评估，并且在出售房产时完全愿意多等6个月以获得公平的价格。沃伦·巴菲特说如果将股市关闭两年，他也不会在乎。彼得·林奇说股市（即每天的价格）与投资毫不相关。这两个人都有非凡的投资成就。因此，如果你想要规避波动性风险，答案似乎是不要对你的资产组合频繁地进行价值评估。我们不能理解的是，为什么养老基金热衷于房地产投资，而不是公司（股票）投资。

警告：波动性是一种风险。如果你在1987年10月19日必须把股票卖掉，无论是出于财务上的原因还是心理上的原因，那波动性就是一个很重要的风险。但解决方法是不要让你自己陷入在短期内必须将股票卖掉的境地。任何一个商人——无论是农场主还是滑雪板店主——如果没有保留足够的运营资金来度过不景气时期，都会被看做笨蛋。任何一个将未来数月中要用于购买食品杂货的资金用于投资的投资者都会马上被称为穷鬼。

作为投资者，要取得成功，你必须采取商人——而不是小时工雇员——的态度与时间观念。在《通货膨胀是定时炸弹》一文中，我们试图指出的是短期内价格波动性最小的证券长远来说最有可能导致你丧失购买力。相反，长期而言最可能增加你购买力的证券常常是短期内价格波动性最强的证券。华尔街对短期的关注及其有缺陷的**风险**定义导致大多数人以与他们的长期理财目标背道而驰的方式进行投资。

分散化投资以寻求最大回报

风险的第二个定义是资金亏损的可能性。即使获利的可能性很高，任何投资资产都存在遭受资金亏损的可能性。这就是分散化投资的原因。但这并不意味着你应该把资产分散到回报低的资产中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理财规划师可能会告诉你，如果你持有股票、债券、房地产、抵押贷款和商业票据，那么你的投资已经分散化了。但是他看到的只是几张纸而已，而不是背后的公司（和人）。我们会告诉你，如果你投资的房地产属于西尔斯公司，你的抵押贷款是向西尔斯公司提供的，你购买的股票是西尔斯公司发行的，你购买的债券是西尔斯公司发行的，你持有的商业票据是西尔斯公司发行的，那么你的投资组合没有分散化。你不过是拥有数张上面写着同一个公司名字的纸张而已，而西尔斯公司管理者在尽力降低你持有的5种资产中4种资产的回报率。你怎么会希望管理者损害你的利益呢？

我们相信，如果你投资5个不同行业中的优秀公司，那么你投资的分散化程度就提高了很多。最后，让这些公司的管理者为你谋利，而不是损害你的利益。持有这些公司的普通股。

2005年更新

我们刚刚经历了这么一段时期：在这段时期中，华尔街对风险的定义结果是一个陷阱。1999～2000年初，很多人被套牢在以互联网、电讯与科技股为中心的华尔街狂热中。大部分炒作这种股票的人都明白他们是在投机。

为了抵消这种投机的影响，很多人投资于“优质增长股”（或基金）。他们相信这类股票是安全的，因为它们的波动性较低，或者说贝塔较低。因此，他们感到投资于可口可乐、迪斯尼、通用电气和家得宝是安全的。但是，部分地由于它们的名声好，这些公司股票的价格远远高于公司的价值。所有这些股票现在都已下跌了超过50%。

投资股票最大的风险不是波动性，而是以过高的价格买入公司或者公司的股票。

2007年更新

很多公司现在卖出债券和房地产以回购股票，而这些公司的养老基金却在卖出股票以买进债券和房地产。不错，这是在重复1989年。

这是先见之明

本文最初发表于1990年1月出版的《米伦坎普备忘录》第12期。它回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顾了20世纪60年代以来自由市场经济在全球的发展及其对1990年美国经济状况的影响。了解过去，我们就能更好地评估现在并为未来做好准备。

在新的一年与新的年代来临之际，人们试图预测未来。米伦坎普公司不知道怎么预测未来，因此不试图预测未来。那些**确实**试图预测未来的人结果证明其实也不知道怎么预测，因此我们也不觉得羞愧。

我们确实发现对现在进行评估有好处。对现在的准确评估常常是现有的对未来的最好预测。了解过去又是了解现在的关键，当别人都在告诉你20世纪90年代将会怎样时，我们将回顾一下历史，以获得分析我们现状的视野。虽然这可能让我们陷入“萤火虫效应”，但我们还是想碰碰运气。

萤火虫效应

（有人称之为“后见之明”）

萤火虫很聪明，
但它洞察的却是过去；
它飞过黑暗，
带着它那置于身后的前灯。

——佚名

1945～1968年，美国以自身作为例证证明了自由市场经济的力量。其他国家（主要是西欧国家）也实行自由市场经济，但是大多数都没有美国自由也没有美国成功。人们常常将美国与其他国家的差别归因于美国拥有气候、原材料、国土辽阔、受到战争损害小等方面的优势。

在大部分这一段时期内，人们认为苏联社会主义经济在不断改善。学术讨论集中在美国和苏联之间的经济和军事竞争方面。虽然美国显然领先于苏联，但苏联似乎在赶上美国。美国与苏联之间这种明显的竞争由于美国在20世纪70年代经历通货膨胀和经济滞胀而延长，因此到1979年，很少有人认为美国经济是完全成功的。同时，在地球另一端进行的经济实验正开始开花结果。远东地区的自由市场经济，特别是日本和中国香港，取得了无可否认的成功，虽然它们没有任何美国那样的自然优势。

到1979年，日本经济已经成长为世界经济舞台上的一个主要的角色，它的货币成了美元的潜在替代者。日元的坚挺加上美元的疲软迫使卡特总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统任命保罗·沃尔克为美联储主席，并委以降低通货膨胀和强化美元的使命。于是，美国的一项国内经济政策为国际问题所支配，这是战后一件非同寻常的事情。之后不久，随着美国选民对国内经济问题做出反应，吉米·卡特自己被罗纳德·里根取代。

里根在振兴美国经济上取得的成功表明20世纪70年代的经济问题是政策不善的结果，而不是自由市场经济本身的问题。自由市场经济在远东地区不断取得的成功及英国经济的改善进一步说明了这一点。在法国，社会主义者弗朗索瓦·密特朗于1981年当选总统，但不到一年他就不得不改变自己的政策而在法国推行自由市场经济。

最终，随着1990年的来临，卢布已经被公然视为一文不值，以致据说俄罗斯政府不得不付给农民美元以激励他们增加产量。你能想象美国政府用日元支付邮局员工吗？一些国会议员和学者可能仍在怀疑里根经济学和市场经济是否有效，但世界上其他的所有人对此已经没有任何怀疑。

今天，大部分美国人认为我们最大的敌人是日本。这意味着竞争是经济竞争，而不是军事竞争。日本就是一个最好的例子：在经济上取得它在军事上所无法取得的东西。正如我们受到日本的挑战一样，日本现在正受到韩国、泰国和马来西亚的挑战。如果运气不错的话，10年后这些亚洲小虎又将受到波兰和其他东欧国家的挑战。

总而言之，可以概括为以下几点：

(1) 自由市场经济是有效的。自由市场经济由消费者主宰，也为消费者提供福利。

(2) 无论在自然资源上拥有的是优势还是劣势，自由市场经济都有效。

(3) 经济增长并不意味着通货膨胀，尽管一些凯恩斯经济学家还这么认为。

(4) 如果美国不愿在经济上领导自由世界，那么别的国家（日本）会乐意去领导，也能够领导。美国国内经济政策将继续受制于国际市场，正如1945年以来我们一直制约其他国家一样。美国政府试图通过通货膨胀解决经济问题将困难重重。

(5) 美国政府现在关注的是降低通货膨胀（美联储）和税收（国会）。对美联储来说，降低通货膨胀是继续完成它在过去十年中所面临的任务。对于国会来说，降低税收则是一个新问题。参议员莫尼汉并不赞同布什总统提出的降低（针对富人的）资本利得税的提议，因此他建议将降低（针对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

工人的）社会保障税作为提高收入所得税整体方案的一部分。但是媒体（可能还有参议员莫尼汉办公室）讨论的却只是他提案中降低税收的那部分。参议员莫尼汉是聪明人物，也是一位很有见识的政治家，但是应该有人提议同时降低资本利得税和社会保障税收，而不去考虑提高任何收入所得税（我想我就是这么建议的），国会也将发现这才是公众所需要的。

如果10多年来你一直与我们相随，那你一定记得1980年我们就说过，如果里根能够控制住通货膨胀，那么未来10年我们的股市与债券市场将形势大好。结果，事实就是如此。任何人如果在过去10年中投资于股市，那他的资产现在已经增长了4倍。更重要的是他的购买力增加了2.5倍。但是没有人因此欢呼雀跃，因为公众普遍担心可能丧失已经获得的这一切。我们认为这是不可能的。20世纪80年代与20世纪70年代刚好相反——20世纪70年代，通货膨胀率和利率不断升高，导致很低的股市和债市回报率。只有再次出现通货膨胀，我们才会失去20世纪80年代所获得的一切。今天，国内和国外的压力都在抑制通货膨胀。因此我们看到的是通货膨胀率仍然低于5%。在目前的通货膨胀率下，现在的利率水平是合理的，股票价格也是合理的。

编者的话

1990年，通货膨胀率为5%，米伦坎普认为8%的30年期国债利率是合理的。他预计我们不会再出现通货膨胀（尽管很多人认为会），因为当时国内和国外的压力都在抑制通货膨胀。虽然自1990年以来我们经历了没有预料到的国际动乱和市场波动，2007年的通货膨胀率为2%，30年期美国国债利率是4%～5%。通过回顾过去从而了解现在，米伦坎普能够预测长期市场状况，因为长期的市场行为是由经济原理驱动的。

致我所在选区国会议员的公开信

本文最初发表于1990年10月出版的《米伦坎普备忘录》第16期。那时，华盛顿正热烈地讨论着联邦预算赤字、税收、政府支出和权益项目。这封信为我们提供了分析这些问题及其对经济与美国公众产生影响的崭新视角。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亲爱的道格：

我为华盛顿当前的事态感到不安。您和您的国会同事们正在讨论关乎我们国家和经济命运的问题。以下是我对这些问题的一些看法。

国会与联邦政府认为，我们目前最大的问题是预算赤字。赤字有两个方面——税收和支出。许多人认为，应该以增加税收来减少赤字，但我们尝试过并发现这不可行。20世纪70年代，由于通货膨胀，我们将实际税率提高到美国历史最高水平。于是，人们纷纷辞职，这导致了10%的失业率和10%的通货膨胀率。

我想就税收问题提出以下几点看法：

第一，似乎应该将焦点放在通过提高收入所得税而对富人征税的问题上。收入不是财富，财富是资产。当您对收入征税时，您是对那些试图致富的人征税，而并不一定是对那些已经富有的人征税。

第二，富有与贫穷的区别简单地说就是富人有更多的选择。如果不能增加您的选择的种类，那么费时费力地让自己变得富有就会毫无意义。

第三点，归根到底，纳税是自愿的。您可以对我征税，但您无法强迫我去赚钱。过去10年中，就政治与经济而展开的很多讨论就是关于能够激励人们最大限度地去挣钱——而且并非偶然的是，也正是缴纳最多的税收——的最高税率是多少。我的两个孩子今年拿到了他们的第一张工资单，从他们对税款扣缴金额的反应看，我们的税收在走向极限。我知道您在将我们推向极限。如果您提高我们的税率，我会少工作。如果让它背负太重的东西，骡子也会怠工，而大部分人比骡子聪明。

如果所得税太高，富人就会干脆购买市政债券，或者买农场，政府给他们补贴让他们别种庄稼；医生们会推迟挣钱或者去打高尔夫球；企业会设法将税收降到最低，而不是设法去发展业务，开发新产品并创造更多的就业岗位。这不是假想的。20世纪70 年代，我们经历过上述所有这些。它们带给我们的是10%的通货膨胀率和10%的失业率。难道我们真的希望回到这种状态之中吗？

在所有的所得税中，资本利得税是自愿性最强的。由于拥有更多的选择，真正的富人可以靠股利和利息过活。他们无须出售已经升值的资产。

里根清楚这个道理：减轻人们的税负，人们会更努力地工作，生产更多的产品。（也许这是从与马打交道中学到的经验）。于是，他降低了税负，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们开始去工作了，创造了超过2 000万个新就业岗位。（政客们似乎并不清楚工作岗位是如何创造出来的。当一个人能够从雇用另一个人中获益或者获利时，工作岗位就被创造出来了。如果您通过税收而拿走了这部分利润，您也就拿走了这份工作。）他们也会缴纳更多的税收。到1990年，在扣除通货膨胀因素后，联邦每年税收收入比1980年多2 400亿美元。即使是天马行空的想象，您也永远想象不到每年能得到2 400亿美元的"和平红利"。但我们以税收收入的方式每年得到了2 400亿美元的"增长红利"。确实，这已经够了。但是，不对，因为联邦政府支出增长得更快。

国会喊着闹着要削减政府支出，但我并没有看到任何实际行动。今年，国会众议院通过的每一个拨款法案都充斥了宠物工程与政治分肥。没有任何一个法案考虑了预算总限额。

在您最近的通讯中，在就这些法案的很多条款进行投票表决时，您都投票支持限制联邦政府开支，但您从没说哪个法案获得了通过。其中的一个条款是要限制对年收入超过10万美元的农民的补贴支付，这实在算不上大幅度的削减。该条款在众议院以2:1的表决结果被否决。对于我来说，这意味着国会对削减补贴——即使是削减对富人的补贴——并不感兴趣。

在最近举行的市民会议上，您说国会中特殊利益的作用有限，因为您必须获得218位众议员的支持，才能通过任何议案。然而经验表明，当某位议员将政治分肥项目塞进某些法案时，该政治分肥项目就会留在法案中。没有哪位议员有兴趣去删除别的议员提出的项目，而法律也不允许总统这么做。结果是存在一种扩大政府开支的内在偏向，我已鼓励您投票支持条目否决，以改变这种偏向。

我已注意到参加您的市政会议的人很多，他们都从联邦政府收到支付的款项。毫无疑问他们都希望能从政府那里得到更多的钱，而不是更少。我妻子戏称最近一次会议的主题就是"给我钱"。在参加了很多这样的会议后，我明白了为什么很多议员认为选民选举他们是为了让他们多花钱。不过，过去10多年中，纳税人每次选举时都表达了一个清晰的信号：他们已经不堪重税。

因此您面临着两难困境：在不增加税收的情况下，如何兑现您对联邦项目受益者许下的诺言。答案是：您做不到。您承诺支付给他们您并没有的钱，您承诺给他们纳税人不愿支付的钱。10多年来，我们通过举债弥补了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个缺口，但我们已经用完了我们的信用。

目前最大的危机之一就是纳税人和受益人之间的泾渭分明已经成为跨代现象。虽然税收是由上班族缴纳的，但60%的联邦支出却流向了老年人和退休者。而且这一比例还在不断上升。在最近一场辩论中，一个老年人团体的发言人说："自1972年以来，除了生活费用外（调整后），退休人员领取的社会保障福利金就一直没有提高过。"我不明白的是为什么社会保障福利的提高幅度一定要超过生活费用的增长幅度，而作为上班族的一员，我个人缴纳的社会保障税按实际价值计算自1972年以来已经增长了3倍。我现年46岁，我支付的社会保障税已经超过了5年前就已退休的人所支付的社会保障税。同时，在扣除通货膨胀因素后，任何退休已5年的人——不管是富人还是穷人，从社会保障中领取的金额已经超过了他们向社会保障缴纳的金额。我们受够了！

人们常常以极端贫困者的经济需要来论证建立医疗关怀、农业补贴与社会保障等权益项目的必要性。然而这些福利支出并不是由贫困者的经济需要决定的。结果，很大一部分福利支付给了那些并不贫困的人。农业补贴的很大一部分支付给了富裕的农场主。富裕的退休者只支付医疗关怀福利成本的25%。50万个百万富翁领取的社会保障福利将五倍于他们向社会保障缴纳的金额。纳税人支付其余的部分——这怎么能够公平？

国会正试图以自己的方式解决这个代际问题。在一个老年人组织的坚持下，国会通过了《1988年医疗关怀灾难保险法》（Medicare Catastrophic Coverage Act），法案规定保险费由医疗关怀项目的参与者支付。当一个规模更大的老年人组织看到根据该法案他们将要支付的费用后，该组织立即让国会废除了该法案。

数年前，狄普·奥尼尔提议对社会保障福利的85%进行征税。当时我奇怪的是他是如何得到85%这个数字的。他的依据是一份研究，而该研究得出的结论是一般社会保障福利领取者从社会保障中领取的金额将大约是他们向社会保障支付的金额的七倍。换句话说，他们领取的社会保障福利中，只有15%是他们自己缴纳的。狄普建议对其余的85%征税。他的建议没有得到任何支持，但在最近的预算峰会上，有人重提了他的建议。税收应该是累进的，只影响那些年收入超过25 000美元的退休者。但刚有人提出"对社会保障征税"，大嚷大叫的反对声就让这一想法胎死腹中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于是，预算峰会的与会者将目光转向医疗关怀。我对自己在很长一段时期中一直认为医疗关怀是为贫困者设立的而感到非常尴尬。后来我才知道医疗帮助（Medicare）是为贫困者设立的，而医疗关怀是为65岁以上——无论富有还是贫穷——的人设立的。现在这些医疗关怀福利的领取者支付25%的医疗关怀福利成本。预算峰会建议通过提高扣缴额与共同支付等方式将这一比例提高到30%。又遭到一片反对声。我能够同情这些反对者。我也不愿意支付医疗保险，但我不希望您以对他们征税的方式来补贴我。

我不反对补贴贫困者。但是，按现在的情形，权益项目对我及我的孩子们征税以补贴那些生活比我们舒适的人不过是因为他们已经到了一定的年龄而已。一位老年人对我说，他指望着社会保障与医疗关怀给他带来积蓄，防止自己成为子女们的负担。应该有人告诉我们的长辈们，他们子女们现在最大的经济负担就是支付社会保障与医疗关怀费。

谨启

罗恩·米伦坎普

编者的话

没有免费的午餐。政府支出是对选民们要求得到更多福利作出的反应。但是，政府的任何开支最终都得来自税收。纳税人就是美国的雇员们。如果对雇员们过度征税，我们就会面临经济陷入滞胀的风险（如同20世纪70年代一样）。

为什么我喜欢长期国债而不喜欢存款凭证或货币市场基金

本文最初发表于1990年10月出版的《米伦坎普备忘录》第18期。本文讨论了国债、存款凭证与货币市场的“可赎回性”以及“可赎回性”是如何影响这些投资选择的价值的。

正如我们在先前的题为《拆除通货膨胀定时炸弹》一文中所指出的，未来短期利率大幅高于通货膨胀率是不太可能的。因此，要得到实际回报，投资者必须选择投资长期债务（债券）或者权益（股票）。它们都存在风险，其中有些风险是人所共知的。我们想指出的是有些长期债券风险尚不为人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们所知道或者了解。

价格波动是一种显而易见的风险，但债券被提前还清或者“赎回”也是一种风险。如同个人借抵押贷款买房一样，公司通过发行债券为扩大经营融资。政府也发行债券为赤字融资。同样，如同以12%或者更高利率借抵押贷款的人已经以较低的利率进行再融资一样，以12%或者更高利率发行债券的公司在利率下降后已经赎回这些债券。政府没有赎回它的债券，因为按照美国法律大部分国债不能赎回。

我们向那些寻求3年或更长时间收益的投资者推荐长期国债的理由是我们想在很长一段时期内锁定现行利率。我们还想把什么时候出售这些债券的决定权掌握在我们的手里，而不是在发行方手中。国债的流动性很强。我们可以在任何时候买入卖出国债。所以，购买20年期国债并不就把你锁定了20年，只是让你可以决定什么时候卖出它。当然，随着利率变化，价格也会波动，但随着时间的推移与债券到期日的日益临近，这些波动也会下降。

当前未到期债券清单每天会出现在《华尔街日报》的“长期国债、中期国债与短期国债”标题下方。这个清单中包含的项目有：

- 利率：名义利率或票面息率。面值为100美元的债券每年支付的利息额。
- 月/年：债券的到期日。
- 买价/卖价：当前报价。
- 卖价/收益率：以卖方报价计算的复合到期收益率。注意，票面息率越高价格也越高，因此到期收益率相当。

举一个例子，1991年4月17日，星期三，2008年到期票面息率为8.75%的债券定价为104美元，这样它的复合到期收益率为8.18%。投资者可以在任何时候通过证券经纪人买入卖出这些债券。包括梅隆＆匹兹堡国家银行（Mellon and Pittsburgh National）在内的很多银行现在也可以买卖债券。他们为提供这种服务收取一定费用。

美国财政部每季度也发行新的债券（借更多的钱）。3年、10年、30年期的债券将分别于1991年5月7号、8号、9号拍卖。问问你的银行。有时他们对新发行债券收取较低的费用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

编者的话

因此，如果你选择投资债券，务必让你自己了解债券是否可以赎回以及如何赎回。你得能够控制何时出售债券。像所有的金融产品一样，债券也不过是写在纸上的协议而已。读读协议，尤其是要读懂字里行间的意思。一遍接一遍地读，直到你确定自己理解了。你一定不希望自己的投资出什么意外。

事情变化越多，它们就越会持续不变

本文最初发表于1991年7月出版的《米伦坎普备忘录》第19期。那时，大部分经济学家都认为1990～1991年的经济衰退已经结束了。但是，他们担忧的是经济将以什么样子恢复。一些经济学家担心，国民生产总值（GNP）的任何增长都将导致通货膨胀率的升高。其他经济学家则担心，高通货膨胀加上货币供应的温和增长将可能导致经济复苏胎死腹中。1982年，也正是这些经济学家担心过同样的事情，结果他们错了。米伦坎普认为他们这次也错了。没有迹象表明我们在走向通货膨胀。尽管他相信（相对于通货膨胀而言）利率仍然过高，而且这可能减缓经济复苏过程，但（与大多数人相反）他认为利率很可能下降。他写了本文来解释其原因。

经济衰退的一个主要功能就是挫伤消费者的热情，尤其是在多年的经济增长之后。它的另一个功能就是让公众重新评估那些价格与经济现实相背离最严重的领域。

例如，在20世纪70年代，以两倍于其合理的价格出售土地的农民发现他们的邻居将土地的价格抬到更高。在得克萨斯州，油价只会涨的假设导致其他价格也上涨，尤其是地产价格。石油和土地随后在1980～1982年的经济衰退中被重新评估，但美国其他地区无视了这一警告。在20世纪80年代，房产价格将永远上涨这一公众看法是不可动摇的。最终，显而易见的情形是与20世纪70年代相比，商业用房产和住宅房产的经济现实发生了急剧变化。1987年，我们写了一篇题为《美国，醒醒——房地产为你挣不了钱！》的文章，就是想要指出这些变化。我们收到了很多诸如这样的来信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"是的，但不是在波士顿"或者"是的，但不是在华盛顿"、费城等等。现在，全国范围内的房地产正处在重新估价的过程中。

在房主身上，我们看到人们的观念和行动正在改变：从"利用房产借更多的抵押贷款，买更大的住宅" 转变为"提前还清抵押贷款"。多年来人口学家一直在说当婴儿潮那一代到了40岁时，他们关注的中心将从贷款买房子转变为为大学学费存钱。我们认为1990年的创伤性事件（经济衰退和海湾战争）可能已经加速了这种转变。现在还不知道这种转变规模有多大，在未来一段时间内也不太可能知道，但是任何这种转变都将对我们未来至少10年的经济状况产生极大的影响。

当30岁的婴儿潮一代的人们一直支付着高额利率而对此没有深加考虑时，他们已退休的父母们相应地得到很高的储蓄利率，并且假设这种高储蓄率会无限期地持续下去。这些退休者受到的教育是"保护本金，只花利息收入"，这个经验法则在低通货膨货（0%～1%）的环境下很有效。但在1980～1982年通胀飙升到10%以上，然后数年中保持在2%～5%的水平时，他们仍然继续应用这一法则。在他们毫不知情的情况下，这样的高通货膨胀毁掉了他们本金的大部分购买力（参见《通货膨胀是定时炸弹》一文）。只是在随后利率（与他们的收入）下降时，他们才意识到本金购买力所遭受的破坏。

20世纪80年代初，在利率下降的第一阶段中，许多投资者购买了高收益债券基金或其他承诺给予高收入的证券，结果发现这些承诺都是空的。许多人因此损失了自己的大部分资产。我们现在正在重复着那段经历。许多退休者已依赖着8%～9%的利息收入。但是，自从去年冬天以来，短期利率已下降到5%～6%。依照自己的经验法则，许多退休者将把自己的开支削减高达30%。一些人干脆希望回到高利率时代（我们认为，这极不可能）。其他人则在把资金转移到那些（常常只是含蓄地）承诺给他们8%～9%回报率的各个领域。他们正在购买的资产中，有些资产将实现不了它们的诺言。

作为投资者，我们对解决这一困境的看法在以前的那些文章中已经表达过。本文中我们想要表达的观点是，不仅婴儿潮的一代将重新评估自己的经济状况并随后减少支出，我们也可能看到退休者重新评估自己的经济状况并随后减少支出。对经济状况的这种重新评估将进一步促进利率的下跌，而我们一直在就利率下跌发出警告。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

编者的话

当经济气候变化时，公众的认识常常要滞后一些。经济衰退和创伤性事件常常引发公众对经济状况的重新评估，然后让一切回归到现实。

20世纪70年代，房地产价格与石油价格和现实完全背离。1980～1982年的衰退使石油价格与农场价格回到与现实一致。1990年的衰退又使利率回落。1999年，科技股价格也背离现实。2001年经济陷入衰退，科技股暴跌。短期的情感和认识的滞后会使股市偏离现实。最终认识赶上现实，股市回归到理性的定价。

我想让孩子们知道的基本金融准则

本文最初发表于1991年7月出版的《米伦坎普备忘录》第19期。尽管是讲给米伦坎普的孩子们的，但是本文中的这些准则无论对谁都是有用的。正如米伦坎普说的："我常常看到六七十岁的人犯基本的金融错误，虽然犯这种错误本是不应该的。我们都需要别人来提醒我们那些基本知识，即使我们已经知道它们。"是的，米伦坎普自己就定期回顾它们。

"没有免费的午餐"——米尔顿·弗里德曼

也没有免费的收入。

生活的必需品是便宜的，只有奢侈品是昂贵的。

不好的产品永远是不好的买卖。不要买那些服务记录不佳的车和家电。不要买屋基有裂缝的房子。

如果价格太高，好产品也可能是坏交易。你如何才能知道什么价格合适呢？你需要四处看看，并愿意放弃"便宜货"。

保险的目的是为了防止金融灾难。任何非金融的损失都不能通过保险得到补救。

任何非灾难性的损失都不需要保险。

金融产品不过是写在纸上的协议而已。尽管用的是你的母语英语，但它们是律师写的，而且如此设计以让你不会去读它们。不管怎样，还是要读，一遍一遍地读，直到你理解了它们。

借钱的代价是利息——与担忧。确保所有的借款不会达到让你担忧的程

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度。不要借钱去买会贬值的产品。否则，会两头亏损。

不要依赖资产的增值。如果价格太高，耐心等待。对其他所有人来说，这个价格也会太高，他们会在适当的时候认识到这一点。在财务上的合理性早已不再存在后，公众趋向于根据现在的趋势推断未来。读读本章前面我们题为《美国，醒醒——房地产为你挣不了钱！》的文章。

任何协议都有两方。对方在为自己工作，弄明白他是在为你谋利还是在损害你的利益。永远要做更深层次的检查，并做跟踪检查。

你有意做出的假设不会伤害你。你认为理所当然（那些“每个人都知道”）的那些假设将会要你的命。永远要检查你所做的那些假设的背后的假设。

复杂的买卖可能是一个不好的买卖。

你理解不了的买卖**就是**不好的买卖。如果销售方不能或者不用你所能理解的词语向你解释，不要买他的那些产品或者服务。

不要混淆收入与财富。收入会随着解雇通知或利率变化而结束。

不要混淆收入与资产的当前价格。人们会因为价格的高高低低而激动不安。

不要依赖社会保障。你从社会保障领到的福利将是你爷爷奶奶现在领取的社会保障福利的很少的一部分。

人们把通货膨胀看做价格上涨。不对。它是货币价值的下跌。

不存在担保，只存在担保者。当听到“它有担保”时，你应该问：“是谁担保的？”

只有《天主十诫》不会改变。其他所有的法律都听命于政治家们的心血来潮——他们会为了应付当前的压力而修改法律。

当你对规则哪怕作一点点改变时，你将大幅改变游戏。

寻求方便常常代价昂贵，忽视则是致命的。

收集品是风行一时的时尚。它们忽悠而来忽悠而去。当每个人都知道某项东西是“可收集的”时候，游戏就已经结束了。

你不可能通过花钱而让自己变得富有。你花了大量的时间与精力，才赚到税前的一美元。你没花的钱比你赚到的钱更有价值，因为它是税后的。

每年向你的个人退休账户（IRA）缴纳资金，而且尽可能早地这么做。投资股权或全回报共同基金。股权投资带来的长期复合收益可能会非常惊人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么近期内利率不会"回升"

本文最初发表于1991年10月出版的《米伦坎普备忘录》第20期。1991年，在经济和投资界，利率是否会"回涨"是一个热门话题。那年六月，米伦坎普回到麻省理工学院参加聚会。在那里，他花了半个小时和以前的一位同班同学辩论利率问题。拥有经济学博士学位的那位同学是一家大投资公司的首席经济学家。他确信由于庞大的联邦预算赤字，利率将会"回升"。从聚会回来后，米伦坎普写了本文，解释为什么公众从"利用房产借更多的抵押贷款，买更大的住宅"向"提前还清抵押贷款"的转变会导致利率下降。

在我们1987年7月出版的第一份通讯中，我们发表了一篇题为《美国，醒醒——房地产为你挣不了钱！》的文章。在那篇文章中，我们证明了从1968～1980年内的长期房价涨幅超过税后抵押贷款利率的情况在1981年突然结束了。图5-2是我们用来表达这一信息的条状图的更新版。

我们在1987年写的那篇文章及类似的其他文章没有产生任何影响。公众还没有准备好。购房者的态度一如既往，他们的行为只是在1968～1980年间才是合理的。房产继续被视为好的投资工具。对住房大小的选择不是由真正的家庭需要决定，而是由可筹集到的金额决定。出于更大的房子（抵押贷款）是更好的投资这一信念，公众的观念仍然是利用房产借更多的抵押贷款以买更大的住宅。

然而，图5-2向我们清楚地显示，这场游戏从1981年起就已经变了。自那以后，税后抵押贷款利率就一直大幅高于通货膨胀，这使巨额抵押贷款成为沉重的经济负担。但是只要人们相信他们本地房价上涨的幅度超过通货膨胀，他们对我们的警告就会充耳不闻。

猛然觉醒

经济衰退与美国很多地方房价的下跌正在惊醒美国公众。两年前还满心期望继续借更多抵押贷款买更大房产的人现在却在提前偿还他们的抵押贷款。若没有将近10年的金融压力（见图5-2）在起作用，我们可能会不屑一顾地把这种趋势视为一种会出现短期逆转的情感转移。但是在将近10年的金融压力这一背景下，我们必须把它看做被延迟到来的现实化——它持续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时间至少不会短于基本压力存在的时间。在最近的一个月中，在那些对抵押贷款进行再融资的人中，20%的人签订了15～20年的固定贷款利率合同，这向我们表明房主们在以一种不易逆转的方式作出"提前偿还他们的抵押贷款"的长期承诺（相对于标准的30年期合同）。所以我们得出结论说，美国公众正在改变它们已经持续25年的心态。房主们新的战斗口号不再是"利用房产借更多的抵押贷款，买更大的住宅"，而是"提前还清抵押贷款"。请将本段反复读三遍。它就有这么重要！

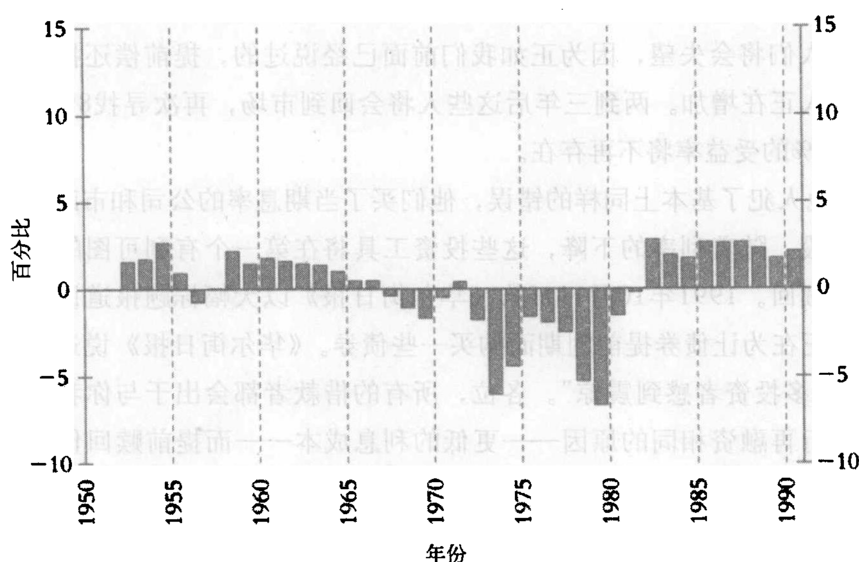


图5-2 税后实际抵押贷款利率，1952～1991年

但是新的现实的第二部分还没有为公众所认识。尽管利率持续下跌了10年，由于害怕利率将会回涨，借有抵押贷款的公众仍然坚持签订固定利率抵押贷款合同。人们在锁定任何低于10%的固定利率，相信这是一个暂时性的低利率。同时，抵押贷款借款者的已退休的父母却在**希望**利率上涨。银行和储蓄及贷款协会在告诉我们，尽管短期存款凭证利率已大幅下跌（到现在的5%），许多退休者正在把到期日缩短到30～90天，等着利率上涨。由于我们刚刚概述过的人们总的态度的转变，我们相信这些人到头来会失望而归。

和流行的看法相反，银行家和其他金融中介并不在乎利率水平。他们按赚取2%～3%的利差标准开展业务。世界上的存款者（我们的父母）从存款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中得到的利率将比我们这些借款者愿意支付的利率低2%～3%。只要借款者愿意支付高利率（因为他们预期能利用借来的资金赚钱），他们就不会为压低利率而积极地讨价还价。去年，这种预期已经逆转。借款者不再愿意支付10%～11%的利率，所以贷款者（存款者）将再也得不到8%的存款利率。

但这并没有阻止他们寻找这一回报率！一些人去了经纪公司，购买任何承诺8%的回报率的投资工具。现在对抵押贷款申请的需求如此强烈，以至于收益率已被压低到国库券的水平，尽管抵押贷款存在借款者可以选择提前还清贷款的风险。那些购买房利美或者吉利美并希望从中得到8%长期收益率的人们将会失望，因为正如我们前面已经说过的，提前偿还抵押贷款预付的人正在增加。两到三年后这些人将会回到市场，再次寻找8%的收益率，但8%的受益率将不再存在。

其他人犯了基本上同样的错误，他们买了当期息率的公司和市政债券或者优先股。随着利率的下降，这些投资工具将在第一个有利可图的时机到来时被赎回。1991年10月11日的《华尔街日报》以大幅标题报道说，美国财政部正在为让债券提前到期而购买一些债券。《华尔街日报》说这一做法"将使很多投资者感到震惊"。各位，所有的借款者都会出于与你我对抵押贷款进行再融资相同的原因——更低的利息成本——而提前赎回债券。认识并（更重要的是）使你的资产组合反映这一现实的能力来自提出如下简单的问题：合同的另一方是谁？他或她将会怎么做？有时候需要些思考与精力才能找到答案，但是值得。

我们最后的看法是：我们知道婴儿潮一代在做什么——他们在偿还抵押贷款，但我们不知道那些退休者在做什么。在我们1989年的文章《通货膨胀是定时炸弹》一文中，我们警告过利息收入很可能从8%下降到5%甚至更低。事实已经证实了这一点，但还没有为大多数退休者所充分理解。很多人仍然以如下准则度日："花利息收入——不动本金"。在过去20年的通货膨胀周期中，这则准则已经变成一个陷阱。现在，在知道自己身处陷阱之中后，退休者们采取的行为到目前为止也只是权宜之计，他们在这个回报率只有5%的世界中寻找8%的短期固定收益率，而很少关心这些证券是否是可赎回的。退休者们面临如下选择：要么投资有价格风险的长期资产，要么接受40%（或者更多）的利息收入损失。

在投资界经常是这样的，那些越早看到陷阱的人，越有更多和更好的选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

择来避免掉入陷阱。这些选择转瞬即逝。你不必预测经济气候的变化，但当它们真的发生时，你必须能识别出来。

2007年更新

正常情况下，国库券的定价能让它提供比通货膨胀率高1%的收益率。

正常情况下，30年期国债的定价能让它提供比通货膨胀率高2.5%～3%的收益率。

正常情况下，30年期抵押贷款的定价能让它提供比30年期国债高1%的收益率。

正常情况下，可调整利率抵押贷款（ARMs）的定价能让它提供比国库券高2.5%～3%的收益率。

在1998～2004年间，30年期抵押贷款的名义利率从8%下降到6%（见第1章图1-4）。因此，抵押贷款的借款成本急剧下降。而且，在2001～2004年间，国库券的收益率异乎寻常地低得只有1%的名义收益（税后实际收益率是负的。见第2章图2-1和图2-3）。在上述利差下，ARMs的利率水平大约是4%（各种各样的促销利率可能会更低）。所以如果你在2003年以ARM对在1998年以8%的利率借入的抵押贷款进行再融资，你的贷款利率将降低一半。

许多人根据每月需要支付的金额来购买房子，所以他们能够在这段时间抬高价格。游戏在2005～2006年间结束了。

随着美联储将短期利率提高到略高于历史性实际利率的水平，ARM利率上涨并超过了30年期固定利率。结果，人们现在把自己的ARMs再融资为固定利率抵押贷款。剩下的问题是抵押贷款利率的上涨在多大程度上将超出一些人的支付能力。当我2007年8月写这篇文章时，经济评论和信贷市场把焦点集中在次级ARMs的“重新定价”上。

尽管长期国债利率和长期固定抵押贷款利率在过去的五六年中一直是稳定的，许多抵押贷款合同是以可调整利率签订的，该可调整利率是以比数年前低得异乎寻常的短期利率高2.5%～3%的水平确定的。

这些抵押贷款现在正被调整，以对利率的变化做出反应。我们现在不知道的（也可能是不可能知道的）是多少房主将付不起更高的利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

妈妈：您利息收入的减少将会持续

本文最初发表于1992年1月出版的《米伦坎普备忘录》第21期。米伦坎普以给母亲写信的方式写了本文，因为他发现尽管在美国经济中，借款者以偿还债务与对抵押贷款再融资的方式对利率的下降做出反应，但贷款者（像母亲与她的朋友们）仍不愿意接受低利率将长期持续这一事实。本文分析了为什么利率下降了，为什么这会导致退休者收入的减少，以及他们对此该怎么办。

自1990年11月以来，您已经看到一年期银行存款凭证的利率从8%下降到4%。您很多朋友正在等待（或希望）这些利率能够回涨，但这是不会发生的。要理解其原因，您其实只需看看您孩子们的行为就够了。现在您的孩子们在偿还债券，并对抵押贷款进行再融资——常常是将抵押贷款再融资为期限更短的贷款。

大多数人相信利率是银行和储蓄及贷款协会确定，其实不是。正常情况下，银行按2.5%～3%的利差开展存贷款业务，因此您从您的银行存款中得到的利率要比您的孩子们愿意支付的贷款利率低2.5%～3%。美国规模最大的一类贷款是住房抵押贷款。这些贷款在以更快的速度得到偿还（15年的贷款而不是30年），利率下跌的压力将继续存在。

20世纪70年代的通货膨胀教会了婴儿潮那一代(就是您的孩子们) 以巨额抵押贷款购买豪宅是赚钱的好办法。过去15年这样做是对的，这么长的一段时间足以使我们信服它总是正确的。我们逐渐相信不论我们为房地产支付的价格多高或者为贷款支付的利率是多少，房地产总是赚钱的工具。本质上，我们相信只要我们花钱购买房地产，我们就会通过花钱而使自己变富。当然我们不把它叫做花钱，而是称之为投资。这样做一直有效，直到1981年利率上涨而通货膨胀率降低。其后不久，农场价格的下跌打消了农场主们的幻想，而房主们则继续想入非非——直到现在。

公众改变了思维

在过去的5年里，您已经听到或读过我们在《美国，醒醒——房地产为你挣不了钱！》一文中提出的看法。您也看过我们的住房低押贷款成本与房价上涨的对照图，这也都是我们一直劝说家人和朋友们的。过去一年中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所发生的变化就是公众中很多人现在认识到房价不会总是上涨。只要人们相信豪宅是好的投资（不管利率如何），他们就会愿意支付10%～11%的抵押贷款利率。在经济衰退的帮助下，这种信念在去年消亡了。

近在1990年11月，抵押贷款利率还是10.5%而存款凭证利率是8%。因此对现实的认识与再融资动机不过是数月前才开始出现的。再融资动机仍被当做新闻，在您当地报纸中得到大幅报道。10年前签订的任何抵押贷款合同现在都可能被以更低的利率再融资。

与银行和储蓄及贷款协会的会谈向我们表明到目前为止，只有20%～30%的合格抵押贷款已被再融资。在这里面，大约20%选择了15～20年的抵押贷款(像姐姐做的)。如果这真是一个趋势，那么我们还有很长一段路要走，并将导致利率继续下跌。不管是否是一种趋势，您只需和您的孩子交流几句或者与您的朋友们谈谈他们的孩子们，您就能观察到它的过程。只要抵押贷款在被再融资为更短的期限，这些新的更低的利率就会得到加强。固定利率抵押贷款在以更低的利率——而不是更高的利率——进行再融资，这就是为什么许多房主现在以固定利率抵押贷款替换可调整利率抵押贷款。

如果您记得在20世纪50年代和60年代，抵押贷款利率是4.5%而活期存款利率是2%，您就能较好地了解利率的走势。近在1972年，我当时工作的那家保险公司的司库坚定地认为正常的抵押贷款利率是4.5%。我们这些借有抵押贷款的每一个人都会尽力迫使利率跌回到那个水平。

同时，从交易对方的角度，您和您的朋友已经看到存款凭证利率从8%跌到4%。(我差不多说过“看到存款凭证利率跌到最低”，但最低利率可能是2%)。对那些一直相信“正常”存款凭证利率为8%（以及靠这一利率获得收入）的人来说，这已是一个让他们震惊的事情。但如此之高的利率是20世纪80年代产生的一个异常现象。它们是由20世纪70年代的高通货膨胀率和婴儿潮一代相信这种的通货膨胀率是正常的这一信念所导致的。我已经提出过，通货膨胀与通货膨胀性期望（至少对房地产）已经消失了。如果这样的话，“正常”的存款凭证利率可能是2%，而其他短期“无风险”投资工具的回报率也可能与此相当。

改变您的思维

妈妈，您上周说您不会因为存款凭证利率的降低而改变您的生活方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

您不需要改变——只要您改变思维，接受各种各样的投资工具。要了解背景知识，请您重读我们1989年的文章《通货膨胀是定时炸弹》、《拆除通货膨胀定时炸弹》和《什么是风险》。注意，要在自己的资产上获得高回报一般需要投入大量的思考和努力。农业中是这样，投资中也是这样（而且在任何一个我能想到的其他领域中）。只是在过去的10年中，（无需花费精力的投资上的）短期利率才一直大幅高于通货膨胀，而那些日子已经结束了。

10多年来，财务规划师、财务顾问和其他专家们坚持认为长期投资（像股票和长期债券）是高风险投资工具，而存款凭证和其他短期债务工具是无风险的。但是他们对风险的定义只看到了短期价格的波动。他们忽视了资产购买力的长期损失，而且简单地假设20世纪80年代的高利率将继续下去，而这与历史事实完全相反。

一个简单的事实是所有的投资都是有风险的。没有免费的午餐。如果你太关注于短期风险，长远上你会很容易受到伤害。如果（像我们一样）关注长期风险，你将遭受短期的挫折。我所不满的是许多财务顾问鼓励您只用短期投资工具为您的长期退休生活（20多年）筹资，而短期投资工具的高利率显然是不可持续的。

还是这些财务顾问现在正在帮您的朋友们购买期限更长的投资工具，而如果利率继续下降，这些长期投资工具将被赎回。最流行的投资工具一直是抵押贷款支持证券，它们仍然承诺7.5%的利率。但是这些利率将只能维持到抵押贷款被再融资时，那时人们将不得不以较低的利率进行再投资，就像您一年前所做的那样。其他人在买可赎回公司债券，这会导致同样的问题。

唯一能使您在通货膨胀和利率下跌的环境中仍能获利的投资工具就是普通股和长期国债。按照法律，国债是不能赎回的（当然，除非国会改变法律）。大多数其他固定收益投资工具都可能被赎回。记住，合同还有另一方，他的工作和动机就是降低他的借款成本。

最后，仔细回顾一下您自己的投资经验。在17年的普通股投资过程中，有一年的回报为负。您的平均年回报率为15%（比6%的平均通货膨胀率高9%）。因此，您的资产已经翻了10倍，而您的生活成本翻了大约3倍。难道这风险大到您宁愿没有投资股市？

在这17年中，您的短期投资（存款凭证等）年平均回报率为8%（比通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货膨胀率高2%)。由于通货膨胀的存在，每年您的收入能够买到的东西越来越少。去年，这一利息收入减少了一半。难道这是无风险的投资吗？

妈妈，最近的存款凭证高利率时期已经结束了。这一时期之所以结束了是因为您的孩子们不再愿意支付11%的抵押贷款利率。因此，您为自己退休生活的有生之年如何养活自己而作出选择将变得更加困难。您仍然能做得很好，但需要您投入更多的思考和努力。您必须独立思考，而且要对公众普遍接受的看法持怀疑态度。

编者的话

事实上，利率继续下跌。到2007年，固定利率抵押贷款已经从8%下降到6%。在美联储的帮助下，存款凭证5%的利率在反弹前跌到了1%。米伦坎普认为“正常的”存款凭证利率比通货膨胀大约高1%。

投资与农业：了解气候

本文最初发表于1992年4月出版的《米伦坎普备忘录》第22期。它回顾了20世纪70年代以来投资气候的变化，并用农业气候方面的词语来阐述它。本文也说明了人们作为一个群体是如何决定投资气候的。最后它继续以农业作类比，说明市场短期波动的暂时性以及如何在这种短期波动中将注意力保持在长期气候上。

管理资金的时间越长，我越把它看做农业。二月中旬，匹兹堡出现过华氏70度的天气。一天当我看日历的时候，我开始思考如下问题：一个农民没有日历的话怎么知道现在是二月——通常是不是种植庄稼的时候，还是四月——通常是种植庄稼的大好时机；当然，正是这个问题导致日历的发明。然后，我想到在股票和债券市场的投资与农业没有很大不同——但是没有日历带来的好处。

无论是投资还是经营农业，你需要了解的第一件事就是你生活于其中的气候。农业气候由温度和雨量决定。在一个具体的地理区域，气候的变化是渐进的。因此，在人的一生中，气候的变化常常和场所的变化相联系。当我父母从俄亥俄州的科尔得华特搬到新墨西哥州的奥尔巴克尔克后，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们du 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们盖了一所房子，还像其他中西部人一样种了一块草坪。然后他们了解到除非隔一天浇一次水，否则草坪很快又会重新变为沙地。在他们盖第二座房子时，用沙子和岩石来美化庭院。在奥尔巴克尔克，褐色，而不是绿色，是美丽的。

投资气候受通货膨胀和利率水平的极大影响，而且它可能会很快改变。在20世纪70年代，美国的投资气候是由大幅高于利率水平的通货膨胀率决定的。你无法以借钱给别人的方式来抵消通货膨胀。任何把钱存入银行或者购买债券的人都注定要亏损，而且大部分人还得为取得这种注定亏损的“权力”而缴纳税收。那时的投资气候不是对借钱给别人有利，而是对借钱有利——也对购买黄金、石油和房地产等硬资产有利，这些资产能够在美元贬值（通货紧缩）的情况下保持它们的真正价值。到20世纪70年代末，许多人相信这些资产的价格只会上涨，所以他们继续贷款购买这些资产。这些人贷款而不论利率多高，于是利率不断爬升。

但是，当这些发生时，通货膨胀正在得到控制。在利率上升的时候，通货膨胀率下降了。自1981年以来，利率一直大幅高于通货膨胀率，逆转了20世纪70年代以来的投资气候。其他因素（像税法）强化了这种改变，因此这个时期借钱给别人有利可图。储蓄账户、债券和股票成为能够赚大钱的工具。拥有黄金或者石油或者抵押贷款的房地产则变得很昂贵——就像在俄亥俄州种棉花或者在新墨西哥州种草一样。

预料变化

农业和投资的基本区别在总体上是我们人决定投资气候。通货膨胀是由政府行为决定的，而政府行为则是对我们的需求所做的反应。利率直接由人们愿意支付或接受的水平决定的。20世纪60年代中期，我们不愿直接承担越南战争的费用（通过削减支出缩减或者增加税收）导致我们大量印发钞票，这引发通货膨胀的螺旋式攀升（与投资气候的改变）。通货膨胀的这种攀升一直持续到一般选民难以忍受为止。

同时，公众对通货膨胀的认识滞后于现实；在整个20世纪70年代，公众接受了大幅低于通货膨胀率的利率。1979～1980年，这种情形终于到了最后关头，选民们坚持要降低通货膨胀率（通过选举里根为总统）与提高利率（通过把资金从活期账户转移到货币市场基金）——这改变了经济气

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候。那些在20世纪70年代买了黄金、石油和农场的人们很快认识到气候已经变了，而那些贷款买这些资产的人更是祸不单行，两面亏损。在他们的利率成本上升的同时市场和担保物的价值下跌了，许多人因此失去了他们的资产。

税法和银行、储蓄及贷款协会监管规则的改变使职业贷款者能够在一段时期内拒绝承认气候的变化，并继续建造越来越昂贵的商用房产。到1986年，商业房产的过度建造已经变得很明显，甚至我们的政治家们也已觉察到。他们再一次改变了规则——恰好加重了商用房产的紧缩。

20世纪70年代通货膨胀性气候的残余影响是一个流行信念，即用高利率抵押贷款购买的独户住宅会让自己赚钱。在自1987年以来出版的通讯(《米伦坎普备忘录》）中，我们已经讨论过这一信念的虚幻性。去年（1992年），这一信念似乎已经消亡。我们的证据是公众现在集中精力付清他们的抵押贷款，这反应了当前的气候，也与利用房产借更多的抵押贷款，买更大的住宅这一做法刚好相反，而这一做法是与20世纪70年代的投资气候相适应的。

人们集中精力付清抵押贷款，加上美联储成功地让经济减速，导致短期利率从过去10年异乎寻常的高位下跌。自1989年以来，我们就一直认为高短期利率是一个异常现象，它只能是暂时的。这些利率已经下降了，并迫使美国的储蓄者们为达到他们的目标，必须面临更广范围的投资选择。

当投资者分析这些选择时，他们将发现美国的投资气候仍然有利于股票与债券⊖。

安全度过风暴

即使在一定的气候下，季节性和每天的天气特征也有很大差异。在俄亥俄，在4月份种植的作物比2月份种植的作物遭受霜冻的可能性要低一些，但也不能完全排除发生倒春寒的可能性。7、8月份的炎热潮湿天气最适宜玉米的生长，但这也为雹暴创造了理想环境。

从季节角度来说，在两次复苏努力没有成功之后，美国经济现在

⊖ 随着长期利率回涨到比通货膨胀高3%的水平，对债券有利的市场气候在1993年底结束了。自1993年以来，除了很短的一些时期外，债券一直不是好投资。股市在1998年回到公平价格。此后，股市与债市出现不同走向。1999年，一批时尚股票价格狂涨，而大部分在纽约股票交易所交易的股票价格下跌。这一趋势在2000年3月逆转。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1992年）正从衰退中复苏过来。过去的10年中，在选择具有周期性的股票时，我们一直重视公司的财务状况。在投资之前，我们一定要确信即使复苏推迟到来，一些竞争对手已经破产，我们投资的公司仍然能够生存下来并且兴旺发达。如同不考虑倒春寒或者雹暴的农民会让庄稼遭受摧毁一样，我们相信很多周期性行业中的弱小公司可能面临破产。在经济强劲以后，我们会在财务上放宽对公司的要求。⊖

投资公众的感情波动（它影响证券每天的价格）至少与每天天气一样变化多端。这种感情波动是投资气候的一部分。关键是不要混淆了日常的变化与季节性变化或者气候的变更！

我常常将1987年10月股市暴跌（两天内股市跌了25%）比作为毁灭了一年庄稼的雹暴。但是雹暴（股市暴跌）既没有改变气候也没有改变土壤的肥沃程度（现实经济的强劲）。所以正确的应对措施是再种植新的作物，而1988年的股市也是一个大丰收的年份。

1990年是一个不佳的年份。中东问题演变成了一场战争，结果不仅导致了公众的恐慌，也人们产生了恐惧心理（这是我们类别中的恶劣天气），而且推迟了经济衰退的结束（迟到的春天），但是它也为来年的丰收搭好了舞台。我们不期望今年(1992年) 也是那么个大丰收年份，但是我们确实认为今年是一个一般年份，因为气候仍然有利，而且春天已经来到。

2002年更新

说明：这一更新写于时事似乎要压倒正常的商业周期之际。这些事件的严重程度和数量之多导致大多数人难以发现商业周期仍然完好无损。因此，米伦坎普写这篇更新文章以指出市场的上扬只是被推迟了而已，而不是消亡了。2002年也是一个值得考虑的有趣年份，因为它与1992年处于经济周期的同一点上——1992年也正是上述文章最初写作的时间。

2002年，我们再一次从经济衰退中复苏过来，意味着这是我们季节类比中的春天。但是这个经济春天被异乎寻常之多、有着重大心理影响的因素复杂化了。这些因素包括：1999年时尚股票的遗留影响；2001年“9·11”恐怖主义事件的影响；伊拉克战争的威胁；公司渎职行为；美国农业带的

⊖ 在2007年阅读本段有种似曾相识的感觉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

干旱；船坞罢工事件，等等。这些事件的联合效应就是导致股票价格不断下跌，也推迟了预期中的市场春天的到来。事实上，2002年是自1945年以来的10次经济衰退中首次出现如下情形的：经济从衰退中复苏过来，股市却表现不佳。

我们对当前市场最好的描述是干旱。1987年股市的两天暴跌如同雹暴（持续时间短而且来去迅速，但足以摧毁一年的庄稼），2002年股市的下跌如同干旱——能够毁灭庄稼的恶劣天气（心理）的持久结合。

作为农民和投资者，你我知道干旱是商业的一部分，而且很可能在一生的某个时候我们会遇到一次。但很难预测什么时候遇到。我们唯一的解决办法就是考虑到干旱，而且确保在它来临的时候，我们能够幸存下来。但干旱不会改变气候或者季节。所以正确的应对办法就是重新种植庄稼。上述所列的心理因素似乎已经达到顶峰，我们相信经济的复苏和现在的股票价格的结合有利于种植投资这种庄稼。

编者的话

事实上，春天确实来到了股票市场上。标准普尔500指数在2003年上涨了25%，2004年上涨了11%。米伦坎普相信，在经过了2006年——美联储成功地策划了一次没有出现衰退的经济减速（“软着陆”）——这一过渡年份后，我们将再次迎来春天——一个种植投资庄稼的大好时机。

我们如何从自由贸易中获益

1992年，米伦坎普受邀在威临匹兹堡钢铁公司向美国全国管理协会俄亥俄州分会就自由贸易的优点发表演说。当时，美国在激烈辩论美国是否应该签署《北美自由贸易协定》（NAFTA）。人们担心，规模如此之大的自由贸易区将损害美国经济。美国的工会担心就业机会将被墨西哥和加拿大抢走，美国的公司担心他们的产品将失去价格优势，从而失去生意。

米伦坎普对受邀演讲的第一反应是：

(1) “我不能肯定我是否够格在这里演讲，但是够格的人也不多。”

(2) “这次演说给了我一个机会，让我能够向我父亲那样的人们进行解释。我父亲（是美国钢铁工人工会会员）在一个铸造厂工作了20年才还清

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买农场的钱。”

(3) “威临这地方离我家很远，即使听众不喜欢我所说的，他们也不可能一路把我赶到家里。”

这样，米伦坎普就大自由贸易区的益处做了这个演讲。

当你父亲在你现在的年龄时，他像你现在一样努力工作了吗？当你祖父在你现在的年龄时，他像你现在一样努力工作了吗？当你父亲在你现在的年龄时，他生活得像你现在一样舒适吗？当你祖父在你现在的年龄时，他生活得像你现在一样舒适吗？

我的祖父是个农民，也就是说他像我这样大时，用马耕种。我父亲在我这个年龄时用拖拉机耕作，并在制造农业用具的铸造厂工作。那么我呢？我坐着思考。

在我短暂的生命中（我说生命越长时，它看起来就越短，这点你会相信我），我已经非常幸运。我从没用马耕过地，但我的一个邻居用马耕过。我和他一起工作过，而且一起工作时间之长足以让我谢天谢地，我不必用马耕地。在我七岁的时候，我父亲买了个农场。不像以前的农屋，这个农屋有室内卫生设施，中央供暖系统和丙烷火炉——三个绝对可以算得是奇迹的发明（除了丙烷火炉，其他两样比它们的上一代用了更多的钢铁）——我姐妹和我不用再挑水和点火炉了。我们再不用拿热砖到床上去暖脚。外屋成为一个后备系统以解决七个孩子和只有一个卫生间造成的过度拥挤。牲口棚装备了挤牛奶用的真空桶，我们也失去了挤奶这份工作。各位，你们的教科书在撒谎，奶牛并不给你奶，你得从它们身上把奶挤出来。

第二年，当我八岁时，我们种了14英亩玉米。从10月中旬开始，每天放学后我都要出去剥玉米。母亲和我的姐妹们挤奶，父亲从铸造厂下班后与我一起去地里剥玉米，一直干到天黑。我们要用6周的时间才能把14英亩的玉米剥完。从那以后，我见过许多枯燥乏味的装配线。但是，同用6周的时间剥完14英亩的玉米相比，每一条装配线似乎都绝对地令人兴奋不已。第二年，父亲雇用了拥有玉米采摘机的邻居。

我们仍然烧木材取暖，我们用双人拉的锯切割木头。父亲高6.4英尺，而我那时只有8岁。因此，我跟不上他的节奏，而他似乎不能理解我为什么跟不上。我开始喜欢只需一个人操作的工具——斧头，并让母亲去拉双人锯的另一头。我从来没有像她那样好地控制住父亲和锯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二年，父亲为拖拉机配备了一把电动锯，把锯木头的工作量减少了大约80%。次年，我堂兄买了一把电锯，于是我们与他合作，开始认真地锯木头。这仍然是一项艰辛的工作，整个冬天中，每月的第三或者第四个星期六我们都要花在锯木头上。但是，那些金属工具确实让我们避免了锯木头这一工作中的大部分单调辛苦与沮丧。当然今天，我用煤气取暖。相信我，这非常便宜。

现在你们也许开始明白我为什么喜欢机器。坐在拖拉机上的男孩是个快乐的男孩，但是这个男孩也喜欢干草升降机，因为他再也不用手工将干草包扔到干草堆顶上。他喜爱自动卸货的四轮车，因为他不用用铲将玉米从车上卸下来。但是他最喜欢的机器毫无疑问是肥料装载机。朋友们，第一个我真正喜欢的是拖拉机，但这个拖拉机并不完整，直到我父亲在它上面安装了肥料装载机。

你们也许会奇怪为什么我告诉你们这些。我告诉你们这些部分是因为我充满感激之情。我用了11年的时间把田间农活转让给机器来做。我很感激制造那些金属和机器的人。至于工作，我一个也没有失去。

我告诉你们这些还有另外两个原因。首先是因为这些并非一定要发生，而且可以肯定的是并非一定要发生在我身上或者在我的有生之年。今天在东欧的一些地区，我的一些远房表兄弟仍然像我祖父那样用马耕地。在世界其他许多地区，人们甚至连马都用不上。并不是他们不想用现代机械，而是因为他们没有这种机械或者他们没钱买这些机械。

为什么我这么幸运？我仔细想过这个问题，并且认为，这归结于以下两个原因：

(1) 我们生活在一个(相对)自由的经济中；

(2) 我们生活在一个大自由贸易区中。

让我解释一下我的推理。自由经济是自愿经济。在自由经济中，消费者是上帝。作为消费者，没有任何人或者公司能够让你购买他们的产品。

厂商可以做广告，劝说，诱导，保证，甜言蜜语巴结奉承，贿赂与引诱，但是他们不能强迫你购买他们的产品。除非生产商生产的产品是你所需要的，并且以你愿意支付的价格卖给你，否则，你的钱会永远留在你的口袋中。随着时间的推移，大部分公司将意识到最好的销售伎俩就是以较低的价格提供优质产品。数年前，有人教我说存在自然垄断，但是我不再相信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些。我所看到的垄断都是政府批准的垄断。

消费者驱动的自由经济的结果就是它让有思想、有才能、精力充沛的人能从中受益。无论你是亨利·福特、山姆·沃尔顿、比尔·考斯比，还是迈克尔·乔丹，如果你提供公众愿意购买的商品或服务，那么你就能致富。如果史蒂夫·乔布斯认为他能在自己的车库中制造一台计算机并称之为“苹果”，没有人能阻止他。如果同通过为其他公司工作相比，我自己为自己工作这种方式能够更好地服务于公众，我要做的只是说服足够多的人雇用我为他们服务，以让我能够供养家人。

1899年，美国专利署主任查尔斯·杜埃尔提议，应该关闭专利署，用他的话说，因为“所有能被发明的东西都已经被发明出来了”。我确信他是一个聪明、有良好教养的人，但谢天谢地他没有把他的提议付诸实施的权力。否则我就不得不用马耕地了。

我有一个儿子杰弗，他在驻德国的美国陆军服役。最近我和妻子去探望他一家，在那逗留了十天。我们借了他们的汽车环游整个德国。在一个星期四晚上7点，我们在德国与波兰边境看到许多卡车排成了一长队，大约3.5英里[⊖]长，他们都在等待通过公路收费站，这个收费站已经关闭过夜。在捷克斯洛伐克与德国的边境，我们看到了类似的事情。这些国家中有人在决定哪些商品与物资能够让他的国民买到，并且不在乎为了自己的方便而浪费那么多司机的时间。你们希望别人告诉你能买什么或不能买什么吗？

我的观点是：自由经济是由消费者驱动的。计划经济关注的常常是生产，并且是由生产者驱动的。亨利·福特曾经制造了美国的大部分汽车。他会很高兴地继续制作TS型号，全部做成黑色。如果福特从美国政府那里获得了生产汽车的垄断权，他就没有理由去改变或改进他的汽车了。

今天在捷克斯洛伐克，大部分汽车是Wartburgs和Trabants。这些汽车的大小跟VW Rabbit差不多，装有大约20马力的两缸发动机，而质量与老爷车差不多。但是因为该国不允许百姓购买进口汽车，本国汽车制造商也就没有理由改进产品。有关负责人决定了消费者应该消费什么，消费者自己没有选择权。因此，制造商没有改善产品质量的动力。

现在根据动机而不是能力来判断一个人的做法已经司空见惯，蔑视那些被认为不过是出于“贪婪”才生产产品的人也很常见。就个人而言，作为

⊖ 1英里＝1.609公里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费者，我并不在乎人们的动机。我不在乎福特制造汽车与拖拉机是为了金钱、名誉还是人类的幸福。我只是感激他让我可以用拖拉机耕地。关键是在自由经济中，消费者是国王，生产者应为消费者服务。

但是福特、沃尔顿、考斯比与乔丹做得如此出色的第二个原因是他们受益于大自由贸易区。如果福特的汽车市场被限制在底特律，他就卖不了这么多的汽车和拖拉机，而住在俄亥俄的我也将不得不用马耕地，如果考斯比早生50年——在还没有发明电视之前——他可能只是费城的喜剧演员。如果迈克尔·乔丹早生30年，他得到的薪酬就会与比尔·拉塞尔一样。乔丹打篮球的年收入为300万美元，广告收入每年1 500万美元。如果不是电视把他的才能传播到8 000万美国家庭以及美国外的数百万家庭，乔丹的收入会是多少？

如果山姆·沃尔顿必须对跨州运输的商品缴纳关税，你我可能要对我们购买的商品支付更高的价格。就这件事来说，如果通用汽车公司对购自本州外的材料交纳20%的关税，那么你想想，西弗吉尼亚州的钢铁业会有多少生意可做？如果你们州政府决定你们必须自给自足的话，西弗吉尼亚州人的生活又会怎么样呢？如果所有本州以外的商品都要交纳20%的关税，你们的生活又会怎么样呢？西弗吉尼亚州煤炭资源丰富，人也很好，但阿尔巴尼亚也是这样，而阿尔巴尼亚很穷。

有人问过我："过去20年中，我们购买了很多日本汽车——美国很多汽车与钢铁行业的工作岗位也随之流失到了日本，谁从这些买自日本的汽车中获益了呢？"我认为第一受益人是那些买车的人，他们用他们的钱获得了更多的价值，至少他们是这么认为的。第二个受益人是那些买美国车的人，由于存在有效的竞争，他们得到了更好的产品。第三个受益人是那些今天购买美国车的人。现在美国制造的汽车质量不错。如果我今天要买车，我会买美国制造的汽车。我不会购买任何1973～1984年产的美国汽车，我拥有两辆这种汽车。

但自由贸易的好处不止于此。我们买日本汽车而流入日本的美元又流回到了美国。毕竟美元在日本没什么用，就如同日元在美国没有多大用处一样。这些美元以多种方式返回美国。一些买了飞机：日本用的大部分飞机是波音制造；一些买了电脑软件；一些买了美国国债，这让你我能以一个较低的利率借钱。760亿美元买了美国的商用不动产——正好是在美国房地产价格处于顶峰的时候购买的。还记得日本投资者购买洛杉矶的写字楼、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鹅卵石海滩的高尔夫球场以及洛克菲勒中心在美国媒体中导致的喧嚣吗？我看了洛克菲勒中心的招股说明书。在我看来，日本人为购买洛克菲勒中心支付的价格是洛克菲勒实际价值的3倍。在日本人购买洛克菲勒中心后，洛克菲勒股票的市场价格已经下跌了一半。

《养老金与投资》最近在1992年10月26日发表的一篇文章中引述洛杉矶的一家会计公司凯文利万公司（Kenneth Leventhal）所做的估计说，1986～1991年间，日本投资者在美国的房地产投资中损失了至少30%的投资资金，即220亿美元。因此，我们买日本产丰田汽车，我们卖给日本飞机，并以涨过其实的价格卖给他们空荡荡的写字楼。我认为，这些交易对我们更有利！

由消费者驱动的自由经济的不利之处是没有人确保你永远会有工作，除非你提供的产品是消费者所需要的，而且是以他愿意支付的价格提供产品。除非你能提供这样的商品，否则你和你的公司将无法生存。

我告诉你们这些的第三个原因是当我分析钢铁工业时，我发现了一个类似于我在农业中见到过的模式。1860～1960年，我们消除了农业中很多繁重的劳动。由于有了机械，我们的农民堂兄弟们现在耕种的耕地面积是他们父辈和祖辈的3～6倍。但是因为我们还没有发现五个新大陆，北美这块大陆上现在能够容纳的农民人数只有以前的农民数量的1/5。1860年，美国2/3或者说67%的人口是农民，这一比例现在不到3%。

如果有人在1860年就预见了这一变化，一些国会议员就会预见到64%的失业率，并且提出法案来将所有的机器非法化。实际上，他们可能是对的。我的祖父从来没有失过业，而且我怀疑阿米什人中是否有人失业。坦率地说，当钢铁工人抱怨机器导致他们失去工作时，我总是很吃惊。没有机器的话，首先就不可能有钢铁工业。

同样，自从第二次世界大战以来，我们也消除了基础工业中的很多繁重劳动。现在，美国的钢铁产量与1950年时的钢铁产量一样，但是我们现在所用的人工工时只有1950年时的1/4。（部分由于这个原因，在扣除通货膨胀因素后，每小时工资几乎已经增长了3倍——从每小时10美元上涨到每小时27美元）。但是和农产品不一样——农产品以稳定的速度被消费掉，并且没有很多替代品——很多钢铁产品有更长的生命周期和更多的替代品。在很多产品中，钢和铁已被替代；在其他一些产品中，我们使用强度更高的钢材，使用这种高强度钢材较少的用量就够了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国铝业1985年的年度报表记载了铝业取得的很多巨大的成功。还记得什么时候用手捏瘪马口铁造的啤酒罐是阳刚的表现吗？现在，97%的饮料罐子是铝做的。1976年，一般美国汽车的用铝量为81磅[⊖]，现在用160磅。1985年，新煤车制造材料的85%是铝。虽然人们慷慨激昂地抨击说日本人夺走了美国钢铁业工人的工作，但我认为，同日本人相比，铝业夺走了更多美国钢铁业工人的工作。在其他领域，我们已经满足了对钢铁的主要需求。

1980年，我问一个堂兄，在俄亥俄州美世县有多少农民需要和他们一样多的机器，他回答说“一个也没有”。那时，他为两个司机配了5台拖拉机。现在在美国汽车和卡车数量与18岁以上人口的数量一样多。因此，我们不需要更多的车。5年前我第一次谈到这个时，我19岁的女儿说这不可能是真的，因为她就没有一辆车。但是那以后她买了一辆车，因此现在的确是这样。

而且，我们现在不再用铁矿石来制造汽车，我们用旧车制造新车。因为新车更小，更轻，设计更好，使用的是高强度钢材，我们用5辆旧车就可以制造6～7辆新车。如果你去参加县里的展览会，你会看到各种年龄的人为取乐而破坏小汽车。这些车就是今天的原材料。

最近有一次我去沃尔玛，决定看看到底有多少产品含有钢。除了一些手工操作的工具和自行车外，没有一样是含钢的。但是，沃尔玛商场所在的建筑物与货架里有钢的成分。消费者并不关心产品是由什么造的。康妮也从来没有让我去商店买一磅钢。

所以，如果我想出售钢的话，我就得找那些需要汽车与家用电器但还没有这些东西的人。坦率地说，我第一个想到的是墨西哥。1983年，卡特彼勒公司在墨西哥卖了12台机器；1991年，它在墨西哥卖了1 200台。1991年，4.86亿美元的商品从宾州出口到墨西哥，其中1.54亿美元是原材料。当然，我并不担心会有太多的钢铁业工作被墨西哥人拿走。墨西哥需要的是劳动密集型工作。钢铁业是资本密集型的。

上个月，一家特种钢公司的发言人告诉我，许多南美的炼钢厂要出售，而欧洲所有的特种钢厂和日本的一些特种钢厂在寻找合作伙伴。南美的这些炼钢厂都是由政府出资建造的，但无法在今天的市场上竞争，20世纪50

⊖ 1磅＝0.454千克。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年代到20世纪60年代，这些新兴国家都希望拥有自己的钢铁厂和航空公司，以作为民族的骄傲。今天，这些国家优先考虑的问题已经不同了。

两星期前，我有机会会见一个来自斯洛文尼亚的代表团。斯洛文尼亚的面积和人口与宾州西南部差不多。他们对建钢厂或者国有航空公司毫无兴趣。他们希望知道如何创建他们自己的股票交易所和电脑业。

斯洛文尼亚人正在学习我们已经忘记的事情。我们已经忘记，自由市场让每个消费者从中获益。我们似乎已经忘记国与国之间的自由贸易使这些国家的所有公民——消费者——能够从每个国家的制造商的长处中获益。没错，它迫使每个国家的制造商以更低的成本生产出更好的产品。没错，这需要对工人们进行再培训，以让他们能够从事更好的工作。但是这也确实能够带来更好的产品与更好的工作。

最后一点，我已说过，康妮和我有一个在美国陆军中服役的儿子，他叫杰弗。我们的另一个儿子叫托尼，他在美国海军陆战队服役。随着当今"新世界秩序"的提出和军队裁军，杰弗有一天打电话给我说："爸爸，在军队服役而又没有工作保障，日子真的难熬。"我说："儿子，我可以同情你，但不是很同情。作为一个人，如果有什么机构我想让它停止营业的话，那就是军队。我相信你能够找到其他工作。"

我想让他们停止工作的第二组人就是地下煤矿工人。1992年初，报纸有一篇很短的报道说1991年是宾州100年来第一次没有人死在地下煤矿的一年。我欣赏他们对自己所从事的这项工作的自豪感以及他们对为要从事别的工作而接受培训所表现出来的焦虑感，但是迄今我还没有碰到一个愿意让自己的儿子或者女儿也当煤矿工人的煤矿工。

我希望淘汰的第三种工作就是我父亲做过的工作——铸造厂分选热铸模。20年分选铸模的工作让他筋疲力尽，也毁坏了他的肺。没有哪个父亲的儿子应该从事这样的工作。

我祖父是个农民，他用马耕地。我父亲帮助制造机器，并用他自己制造的机器耕地。我坐着思考。坦率地说，我不能对你们说我应该比他们生活得更好，但事实是我确实生活得比他们好——而且我充满了感激之情。

编者的话

《北美自由贸易协定》签署于1992年，它创建了世界上最大的自由贸易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

区。15年后，它被很多人视为一个巨大的成功——为美国、加拿大与墨西哥带来了经济增长与生活水平的提高。

至于米伦坎普的演讲，没有人因为他说出了自己对自由贸易的看法而把他赶回匹兹堡。事实上，听众的反应是“太精彩了”。

个人理财（金融准则之二）

本文写于1992年，回答他侄子就个人理财向米伦坎普提出的问题。本文为还清高利率债务以及将资产转移到高收益投资工具上设计了一个简单而切实的方案。

亲爱的侄儿：

这是我在《我想让孩子们知道的基本金融准则》一文中没有提到的一些补充内容。

(1) 有些书很详细（可能太详细）地说明了同开支与储蓄有关的所有问题。有两本书我认为你会觉得有用的：简·布雷恩特·奎因写的《充分利用你的资金》与查尔斯·盖文斯（Charles Givens）写的《无风险的财富》。这两本书在你们当地的图书馆可能就都能找得到（盖文斯还想以900美元的价格卖给你一整套视频、声频和练习题，但这似乎与他的目的适得其反）。这两本书有关开支和储蓄的章节相当不错，尽管它们关于投资的章节没那么好——部分原因在于随着金融气候的变化，投资必须随之变化。

在这方面，莱昂纳多·斯隆的《纽约时报个人理财》对从存款凭证到股票到年金的所有的投资工具作了很好的描述。该书的描述简洁而符合事实，而且集中关注这些投资工具利弊两方面的内在特征。花10分钟阅读关于任何一个主题的内容，你对它的了解程度将超过95%的试图向你销售该书的人员对它的了解程度。至于要确定我们现在处于什么样的投资气候，从而了解什么投资工具不适合当前的投资气候，你最好问我。

(2) 列一个你的资产和负债及其相关收益或利率的清单。这一清单类似表。然后把你的资产转移到能带来高收益的地方，并还清那些成本高的债务。在这个表中，我会保持应急基金不动，而用储蓄账户里的钱还清赊账卡的债务和部分汽车贷款，或者向个人退休账户缴纳资金。我将继续用我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存入的利息只有4%的储蓄账户或者存款凭证中的资金来向个人退休账户缴纳资金（回报率为12%～13%，而且延迟纳税）或者还清我的车贷（节省13%的利息支出）。

(3) 为了让你的存款计划看起来更现实，请你准备一个笔记本，就像你在储蓄账户上做的那样，将每一次提前付款都记下来。当你想要感受自己在取得进步时，看看你的笔记。它看起来像这样：

- 1992年3月14日——偿还赊账卡1 500元，利率18%；
- 1992年3月14日——存入个人退休账户500元，利率12%；
- 1992年4月14日——存入个人退休账户200元，利率12%；
- 1992年5月15日——车贷的额外付款200元，13%。

当你看到你的储蓄利率是12%～18%而不是5%时，你应该感到更加满足。

(4) 注意，当你去银行申请抵押贷款或为其他目的去银行时，银行会要你填一个类似于表的报表。他们将审查你所有的资产和负债情况。你的提前还款以及没有高利息债务给他们留下的印象要超过你有储蓄账户而同时负有高利息债务给他们留下的印象。当你的大部分资产都投资于高回报投资工具而你的债务都是低利息债务时，你的财务状况将迅速改善。见下表。

资　产	价值/美元	利率(%)
存款账户—存款凭证	10 000	4
应急基金	10 000	2
个人商品	20 000	贬值
汽车1	10 000	贬值
汽车2	5 000	贬值
房子	150 000	暴涨
共同基金	10 000	12～13
个人退休账户（IRA）	20 000	12～13和延迟纳税
养老金或401（K）	30 000	延迟纳税
债　务	**金额/美元**	**利率(%)**
赊账卡	1 500	−18
汽车贷款	6 000	−13
抵押贷款	120 000	−9

如果你确实想给你的银行留下你的信用风险很低这样的印象，那么把这

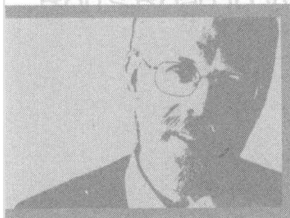
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些报表凑在一起，写下你的还债计划，建立你的提前还款笔记本。然后，约见银行行长，询问他对你所做的事情的建议。他会对你的计划有深刻的印象，并且会认为你征求他的建议很聪明。当你申请抵押贷款时，他也将记住你。当然，如果你没有遵照你的计划去做的话，所有这些都会变为负面的信息。记住，让别人对你的聪明留下深刻印象的最好方法之一就是征求他们的意见。（在这方面，父母和叔叔绝对是容易受到影响的人！）

祝你好运！

你的叔叔米伦坎普

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第6章

债市平淡，股市挣钱

(1993-1998年)

随着利率回到正常水平（由1990～1993年的抵押贷款再融资导致），通过投资债券赚钱的时代结束了。通货膨胀保持稳定，经济继续增长，股价继续走高。

1993年

- 纳尔逊·曼德拉当选南非总统。
- 克林顿总统发布经济武装动员，要求美国人接受增加税收和减少支出的痛苦方案。
- 恐怖分子用炸弹袭击了纽约市110层高的世贸中心的停车场。
- 马丁·路德·金诞生日首次在全美50个州受到庆祝。

1994年

- 美联储将利率从3%提高到5.5%——这是5年来的第一次，导致了华尔街大肆抛售股票。
- 由于大约20亿美元的投资损失，加利福尼亚州桔县申请破产保护。
- 卢旺达爆发内战，胡图族极端分子杀害了将近100万人。
- 数百万美国人观看了警察在南加利福尼亚高速公路上追捕O. J. 辛普森的场面。最终O. J. 辛普森因为前妻尼可尔·布朗·辛普森及其男友罗纳德·戈德曼被谋杀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一案而被捕。

- 微软公司与美国联邦司法部达成和解协议，承诺终止试图垄断个人电脑软件程序市场的行为。

1995年

- 第104届国会就职，这届国会完全被共和党控制，这是自艾森豪威尔时代以来第一次被共和党完全控制的情况。
- 波斯尼亚、克罗地亚及塞尔维亚的领导人签署了和平协议。
- 在俄克拉何马市，一汽车炸弹在阿尔弗雷德·穆拉联邦政府大楼爆炸，造成168人死亡，500人受伤，其中包括大楼里日托中心的很多幼儿。一周后，嫌疑犯提马斯·麦克维落网并被起诉。
- 普通邮件邮资从每盎司29美分上调至每盎司32美分。

1996年

- 美国第五大烟草公司里格特集团（Liggett），承认吸烟容易上瘾并会导致癌症。
- 美国联邦调查局（FBI）逮捕了邮件炸弹恐怖分子、代号为“Unabomber”的泰德·卡克辛斯基[⊖]。
- 《福布斯》杂志将比尔·盖茨（微软公司创始人）列为全球最富有的人，其资产达180亿美元。
- 一只名叫“多莉”的克隆羊——以多莉·帕顿（Dolly Parton）的名字命名，在苏格兰的爱丁堡出生。
- 比尔·克林顿再次当选美国总统。

1997年

- 50岁以下没有孩子或者工作的美国公民，现在开始可以在任何一个为期3年的时期内领取3个月的食品券。
- 惠普、沃尔玛、强生与旅行者集团（Travelers Group）等公司取代伯利恒钢铁公司（Bethlehem Steel）、德士古（Texaco）、西屋电气与伍尔沃斯（Woolworth）成为道琼斯工业平均指数成员股公司。
- 香港回归中国，结束了英国156年的殖民统治。

⊖ 泰德·卡克辛斯基20世纪50年代毕业于哈佛大学，60年代一直在加州大学伯克利分校担任数学教授，后辞职，居住于蒙大拿州森林中，开始从事邮寄炸弹恐怖活动。在近20年里他往学校和航空部门寄了无数炸弹，导致多人死伤。Unabomber（University and Airline Bomber）是FBI为他起的代号。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- “探路者”号宇宙飞船在火星着陆，传回的照片显示这个贫瘠的红色星球被巨大的洪水席卷过。
- 在俄勒冈州，选民以60%的赞成票支持医生协助下的安乐死。

1998年

- 12个国家发起了“欧洲经济与货币同盟”；法国的一个造币厂铸造了欧洲统一货币——欧元的第一枚硬币。
- 莫妮卡·莱温斯基一案的检察官在大陪审团前质疑克林顿总统特勤队的保镖。
- 美国宣布悬赏200万美元，寻找可以将轰炸驻肯尼亚和坦桑尼亚美国大使馆的恐怖分子判定有罪的信息。这两次轰炸造成224人死亡，其中包括12个美国人。
- 花旗集团与旅行者集团宣布合并，交易总金额为820亿美元。这一交易的结果是创建了全球最大的金融服务公司。

投资气候

作为《投资与农业：了解气候》(1992年4月)一文的扩展，本文最初发表于1993年1月出版的《米伦坎普备忘录》第25期。本文更多地讨论从20世纪70年代到1993年间投资气候的变化。特别值得注意的是公众对这些变化认知的滞后。20世纪70年代，公众采取适合20世纪60年代投资气候的投资策略，因此损失惨重；20世纪80年代，公众采取适合20世纪70年代投资气候的投资策略，依然损失惨重。你不必预测气候的变化，但当变化来临的时候你必须意识到。

在我们的文章《投资与农业：了解气候》(见第5章)中，我们讨论了认识当前投资气候的重要性，我们现在要扩展这个话题。图6-1是我们所能绘出的显示投资环境的最好的示意图。图中对抵押贷款的名义利率进行通货膨胀的影响和税后调整，因此，它显示的是借款的净实际成本，对投资者来说，它显示的是贷出资金的净实际回报。

图6-1让我们看到，为什么在20世纪50年代抵押贷款利率为4%时，我父亲尽力提前还清贷款。图6-1也让我们看到，为什么在20世纪70年代，婴儿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

潮一代以巨额抵押贷款购买豪宅赚钱了，因为他们借钱的净实际成本远低于零。图6-1就是为什么从1981年以来我们一直告诉我们的客户们应该提前还清抵押贷款的原因。

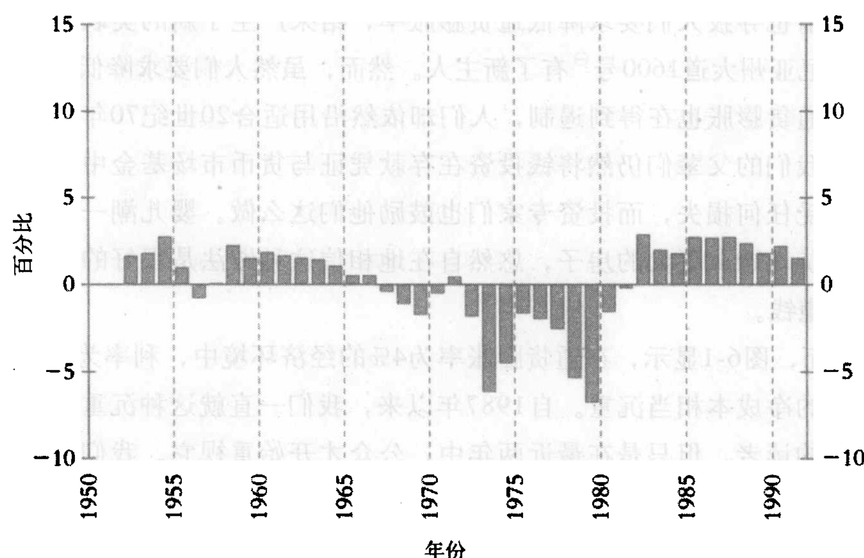


图6-1 税后实际抵押贷款利率，1952～1992年

相应的，从投资者的角度来看，图6-1让我们看到从1952年至20世纪60年代中期，长期债券的年实际回报率为2%～3%，它显示了在20世纪70年代购买债券的投资者所遭受的损失。到1979年，所有持有长期债券的人都蒙受了损失。很多债券的价格跌到了每美元的卖出价格为50美分。这一时期中，如果你把钱存入活期存款账户而避免了购买长期债券所遭受的损失，那你就得到了5.5%的（税前）利率，但你的钱由于通货膨胀而每年损失10%的价值；图6-1也显示在20世纪80年代，长期债券给债券投资者带来了异乎寻常之高的回报率。

总之，图6-1显示，投资气候在1968年发生了变化，1982年再次发生变化。每次变化都出乎大多数公众和投资者的意料。在整个20世纪70年代，人们继续沿用适合20世纪60年代投资气候的投资策略，直到10%的通货膨胀率造成的痛苦让人无法忍受。储蓄者将钱存入银行，得到5.5%的储蓄利率。婴儿潮一代以更多的抵押贷款购买更大的住宅和更大的农场，而他们的父亲警告说，他们将永远还不清这些贷款。到20世纪70年代末，我们都知道我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不想提前还清这些贷款，而那些储蓄者——通常就是我们的父母们——则成群结队地去购买货币市场基金，以获得14%的回报。

同时，导致人们将资产转入回报率为14%的货币市场基金的那一令人痛苦的事情也导致人们要求降低通货膨胀率，结果产生了新的美联储主席和宾夕法尼亚州大道1600号⊖有了新主人。然而，虽然人们要求降低通货膨胀率并且通货膨胀也在得到遏制，人们却依然沿用适合20世纪70年代的投资策略。我们的父辈们仍然将钱投资在存款凭证与货币市场基金中，以避免本金遭受任何损失，而投资专家们也鼓励他们这么做。婴儿潮一代以更多的抵押贷款购买更大的房子，悠然自在地相信这种做法是很好的投资，会让他们赚钱。

然而，图6-1显示，在通货膨胀率为4%的经济环境中，利率为11%的抵押贷款的净成本相当沉重。自1987年以来，我们一直就这种沉重成本警告着我们的读者，但只是在最近两年中，公众才开始重视它。我们无法影响投资气候变化的时间，但我们相信由于海湾战争而加重的经济衰退影响了投资气候的改变。不管怎样，投资气候最后变了。最重要的是，背有抵押贷款的美国公众开始改变自己的策略：从“利用房产借更多的抵押贷款，买更大的房子”转变为“提前还清抵押贷款”。各位，公众行为的这种变化是180度的大转变，是一个完全的大逆转。同时，由于大部分改变策略的公众已经把30年期抵押贷款再融资为15年期抵押贷款，这种新趋势在短期内不太可能被逆转。

图6-2描述的是同时期的道琼斯指数的走势。我们相信你在图6-1中见到的气候状况驱动了你在图6-2中见到的价格走势；如同背有抵押贷款的公众对投资气候状况的认识滞后于现实一样，投资群体对气候状况变化的认识滞后于事实。这是同一批公众。

1934年，本杰明·格雷厄姆与人合著了《证券分析》一书，这是这一领域中不容置疑的一本书。在1951年的版本里，他说股票的价格被高估了，但是（如图6-2显示的），股市行情在上涨。在1962年的版本里，他将他的估值标准提高了50%，但仍然得出结论市场被高估了。股市又持续上涨了四年。到1972年，公众对市场的信心如此强大以致我们这些为保险公司工作的一帮人差一点被解雇，因为我们卖掉了一半的股票套取现金。根据我们

⊖ 美国华盛顿特区宾州大道1 600号是白宫。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的标准，那个时候，股票的价格被高估了，但我们的老板不那么认为。1973～1974年，现实与市场达到了一致，股票价格下跌了。

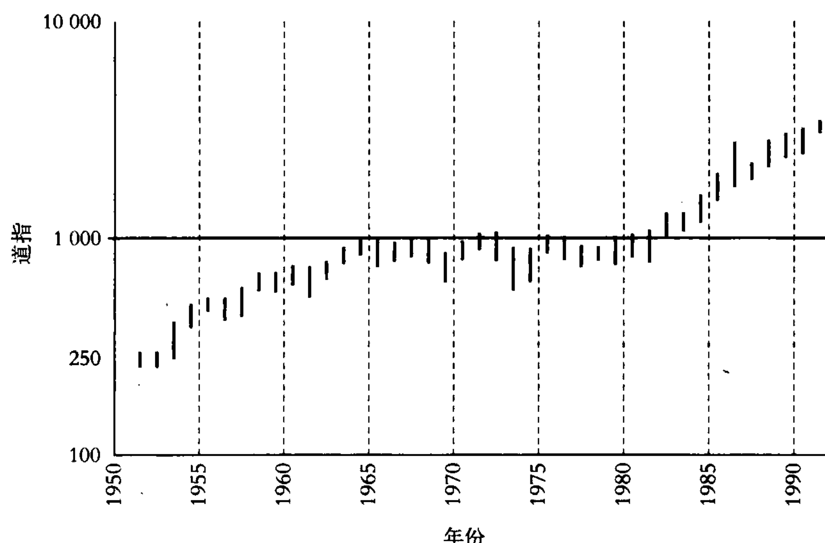


图6-2 道琼斯指数，1952～1992年

今天（1992年），人们将股票价格与过去10年的股票价格相比，认为市场价格太高了，但是我们的标准——这一标准在1972年曾发出信号说股票价格太高了——显示现在的股票价格是公平的。在有了过去10年的经历后，我们发现非常有趣的是，人们仍然对房地产充满信心，却认为持有股票是有风险的。

安全度过气候周期

在我们的气候类比中，图6-1显示了投资气候，而一年的四季则与经济与市场中的周期性相对应。自从第二次世界大战以来，这些季节就一直是由来自华盛顿特区的货币政策和财政政策的周期性变化所决定的。

在20世纪70年代，人们在讨论股票市场的四年一周期；在图6-2中，这种周期在1954～1982年间显而易见。我相信这种周期是由政治决定的。从艾森豪威尔到福特，每位总统（在美联储的隐秘帮助下）在当选之后，通过收缩经济来遏制通货膨胀，然后为了能再次当选而突然推动经济增长。吉米·卡特没有依循这一做法，他过早地开始推动经济增长。结果，通货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

膨胀率攀升，而在他当政的最后两年中他没有了回旋的空间。应美国公众的要求，里根和美联储收缩了经济以降低通货膨胀率，但他们后来也没有扩张经济。这给我们带来了10年的经济景气。我给比尔·克林顿的建议是，现在可以高谈阔论刺激经济增长的方案，但在1995～1996年之前，不要采取任何行动。我们已经为未来两年迎来良好的经济状况做好了准备（但比尔·克林顿还没有向我们提出要求）。

最后，为了完成我们对投资市场和投资市场与气候类比的描述，我们把股票价格的每天波动比做每天的降雨量。股票价格今天是上涨还是下跌了30点并不比今天是否下了半英寸[⊖]的雨更重要。今天，这样的波动与人们的情绪是一致的，也与天气锋面在地面上的推移相一致。这些波动不过是给媒体或娱乐界人士（以及那些小飞机的驾驶员）提供谈资而已，几乎没有任何重要性。

2005年更新

我们发现我们的天气类比对描述经济和股票市场仍然有用。

从长远来看，投资气候依然良好，因为通货膨胀率保持在2%的水平而经济继续以缓慢的速度增长。在这样的气候里，投资的季节性特征继续着。尽管经济从1982年以来仅有的第二次衰退中恢复过来后正在扩张，但市场在1987、1990、1994、1998和2002年经历了调整。因此，市场大约每4年经历一个周期，尽管经济并不这样。最近几年我们经历了一些新变化。

在我们的天气类比中，我们有时经历一些似乎有悖于季节的日常天气状态。这种反常有时是气温反常，有时是降雨量反常。最近几年中，有时候11、12月份气温反常的温和。2002年，我们都说宾州西部遭受了干旱，但是与其说那是一场干旱，不如说是降雨的时间变了——4、5月份的降雨超过正常年份，而随后的6、7份却几乎丝毫没有雨水。这一事件说明的问题是，我们可能会经历异常的日常天气，但这些异常的日常天气并没有改变正常的季节或者基本气候。同样，在投资中，投资公众的心理（希望与恐惧）可能导致证券价格表面上与由投资气候和商业周期决定的证券价值不一致。

1999年，美联储提高利率以放慢经济增长速度。过去类似的行动曾导致股票价格的下跌。事实上，1999年在纽约股票交易所，价格下跌的股票

⊖ 1英寸＝25.4毫米。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数量超过了价格上涨的股票数量，但是包括网络股和科技股在内的一组股票吸引了一大批投资者，从而创出了股价的新高。在大约18个月的时期内，对于这一组股票来说，心理因素压倒了这些股票的基本面，这导致股票价格上涨持续的时间与上涨的幅度远远超过一般预期。一些股票的价格上涨到了纯粹是基于希望的荒谬的价位。这些价格必然要回落以反映现实。当价格回落时，投资者的心理遭受了一连串恐惧的打击——从2001年的"9·11"恐怖袭击，到对伊拉克战争的恐慌，到国内的冷狙击手[⊖]，到农作物的歉收，等等，这些恐惧有时候似乎让人喘不过气来。

到2002年7月，这些恐惧结合起来产生的影响到了如下程度：很多投资者不管价格如何，都要退出股市。这种心理反映在9～10月份间以较弱的强度重复出现（尽管股市的价位比以前低）。我们相信，1999～2002年间，那些以标题新闻大肆报道的股票价格是由一些投资者的心理期望与恐惧导致的，但我们并不认为这些期望与恐惧会对美国经济的潜在力量产生重大而持久的影响——自那以来，美国经济已经从正常的周期性衰退中复苏过来。

2007年更新

2006年是个有趣的年份。它此前的情形与1994年似乎非常相似。在经济从4年前的衰退中复苏过来后，美联储开始提高利率来放慢经济的增速并遏制通货膨胀（我们在第9章题为《走向何方》一文中说明了原因）。我们认为，我们更可能实现经济增长的减速或者软着陆，而不是陷入经济衰退。实际上，事实也正是如此。

但市场上的投资心理增加了一些波折。人们寻求高回报的行为导致低利率债券、公用事业股（当年价格上涨了30%）与房地产投资信托基金（REITS，当年价格上涨了37%）价格一直上涨到按价值来看它们对投资者不再具有吸引力的程度。同时，中国股市的价格增幅超过了100%。

正如经常发生的那样，投资心理（短期天气）在短时间内可能压倒季节性格局。

⊖ 从2002年9月5日到10月24日，美国华盛顿特区及其周围地区多次发生狙击手袭击公众事件，总共导致10人死亡和3人严重受伤。10月24日，FBI在马里兰州的弗雷德里克逮捕嫌疑犯陆军退伍军人约翰·阿伦·穆罕默德及其十几岁的同谋约翰·李·马维奥。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

警惕高收益

本文最初发表于1993年4月出版的《米伦坎普备忘录》第26期。投资者刚刚经历了这样一个时期，固定收益证券的很多风险已经显而易见，但这并没有阻止投资者继续购买固定收益证券以期获得高回报。本文分析了固定收益证券的收益及风险，以便投资者明白应该期望什么，警惕什么。记住，有些事情看起来好得似乎不是真的，它可能确实不是真的。务必小心隐藏着的风险。

最近，美国的投资者从固定收益证券投资中吸取了一些教训。第一个教训就是破产风险。几年前，当存款凭证和货币市场基金的收益率从12%下跌到8%时，很多投资者（为了维持12%的收入）开始四处寻找高收益证券。金融界——从银行到储蓄及贷款协会到经纪公司——相应提供了各种各样承诺高收益的投资方案与证券。

投资者们后来明白了，高回报往往意味着垃圾，因为支持这些证券的资产的质量很差。1990～1991年的经济衰退导致那些最脆弱的公司破产，垃圾债券的违约率从4%上升到10%。此外，著名的垃圾债券金融家迈克尔·米尔肯被指控违规，他随后于1990年对证券欺诈罪服罪。许多投资者与金融界人士都说："再也不会发生这种事了"，但还是再次发生了——不过多了点波折。今天，投资者的目的是在利率为3%的市场中获得8%的回报，但这样做的风险已经改变了（后文将对此进行更多的分析）。

第二个教训是再投资风险。在整个20世纪80年代，专业投资人士告诉投资者存款凭证没有风险，结果投资者发现存款凭证的利率从8%下跌到了3%。因此，当他们的8%的存款凭证到期时，他们想再投资这笔钱时，发现市场上只有利率为3%的存款凭证。试图预测利率是靠不住的，但因为存款凭证和债券有固定的到期日，它们要求投资者去做的正是预测利率（为了尽量降低自己的风险，发行方创造了"可赎回"存款凭证与债券，但如果投资者提前套现，就将面临处罚）。

第三个风险是国际货币市场基金有汇率风险。从1992年9月以来，美元开始升值，很多国际货币市场基金投资者的本金缩水了15%～20%。为什么呢？让我们来看一个例子。假如在美元与日元的兑换比率是1:1时，你买了100日元的债券。你花了100美元买了100日元的债券，然后美元升值了，现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在100日元只值80美元。如果你把100日元的债券卖掉，你将得到100日元，可它只值80美元。按美元计算，你的本金缩水了20%。所以，记住，如果你持有外国债券，当美元相对于你所持债券的币种升值了，在卖掉该债券时你得到的美元数是变少了的。作为投资者，在相对于外币、美元下跌时，你最好还是持有外币与外国债券。同债券的很多特性一样，这一点有悖于大多数人的直觉。

我们相信，公众将从固定收益率投资中吸取到另一个教训——公司债券、市政债券以及公司优先股的可赎回风险。投资者又在寻找“高收益率”。在20世纪80年代后期的垃圾债券投资狂热中，大部分垃圾债券的主要投资风险是公司破产。垃圾债券是由财务状况不佳的公司发行的，当时美联储正在缩小货币供给，经济增长速度减缓，这增加了公司破产的可能。

现在（1993年），由于以下4个原因，垃圾债券发行公司的破产风险下降了：

(1) 美联储在扩大货币供给；

(2) 经济正处于扩张阶段；

(3) 巨额借款者在利率下降中受益最大；

(4) 投资者和承销商对破产风险非常敏感。

很多投资者没有认识到的是尽管利率下跌降低了破产风险，它也导致溢价交易债券数量增加并增加了可赎回性风险。

表6-1是《华尔街日报》[⊖]每天刊登的题为“财政部长期债券、中期债券与国库券”表格的一小部分。表格列出了尚未到期的财政部债券及其最新买入价和卖出价。最后一栏列出了以卖出价为基础计算的到期收益率。到期收益指的是如果投资者今天以卖出价买入债券，持有该债券至到期日所获得的（年度化）总回报。

表6-1 财政部长期债券、中期债券与国库券

到期利率	月/日	买 价	卖 价	卖价变动	收益率
11.250	2月15日	151:01	151:03	−11	6.74
10.625	8月15日	144:05	144:05	−9	6.76
9.875	11月15日	135:15	135:15	−11	6.78
9.250	2月16日	128:08	128:08	−8	6.80
7.250	5月16日	104:30	104:30	−9	6.82

⊖ 《华尔街日报》不再每天刊登这一表格，现在它每周刊登在《巴伦周刊》上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，假如你买了票面利率为7.25%、到期日为2016年5月的财政部债券，你需要为每美元债券支付104美分。从现在起到2016年5月，你将每年得到每100美元7.25美元的利息收入（7.25%）；到2016年5月，你将以每1美元100美分收回本金。这样，你的本金注定要每美元亏损4美分。

最后一栏显示的是，虽然票面利率为7.25%，但扣除本金损失后，根据卖出价计算的年度化到期收益率为6.82%。

我们中的大部分人不会为23年的时间中本金损失4%而担忧。那么让我们看看利率为11.25%、2015年2月到期的国库券。要得到每年11.25美元的利息，你得为每美元债券支付151美分。这样，我们得到的收益率是11.25美元/151美分或者7.5%；但当债券在2015年2月到期时，我们不会得到151美分的本金，我们只能得到100美分的面值，本金必定损失51美分。

最后一栏表明虽然票面利率为11.25%，但因为债券的买价为面值的151%，而且本金损失了51美分，因此扣除这些因素后，根据卖价计算的年度到期收益率为6.74%。事实上，这两种债券的价格已进行了调整，结果票面利率7.25%与票面利率11.25%的两种债券的预期回报率几乎一样。

浏览整个表格，你会发现，除了少数特殊的例外，市场已经对所有国债的价格进行了调整，所以到期收益率其实不过是到期日的函数。

如果你分析非国债类其他固定收益证券，你会发现情况还要复杂一些，因为大部分公司债券与市政债券以及公司优先股都是可赎回证券。正如如果我们愿意——缴纳一点罚金或者不需缴纳任何罚金，我们可以提前偿还抵押贷款或者对抵押贷款进行再融资一样，公司或市州政府如果愿意，也可以提前还清（或者叫“赎回”）他们的债券或优先股。

以下是我最近见到的一个例子。1990年，一家本地公司因为需要权益资本而向公众发行了优先股。该优先股每年支付每股2.60美元的红利，其发行价格为25美元，所以它的回报率是10.4%。听起来很不错，是吧？

自1990年以来，这只优先股的市场价格已经上涨到29.50美元，这确实很不错。注意，在29.50美元每股的价格水平，这只优先股的现行回报率为2.60美元/29.5美元，即8.8%。仍然很不错，对吧？

的确不错，不过在你仔细阅读这只优先股的招股说明书后，你会发现该公司有权在1995年以每股26.30美元的价格赎回该优先股。如果该公司不赎回这只优先股，那么它的年成本将是9.9%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如此一来，如果现在的这个价位维持不变，公司就有可能赎回这只优先股。那么现在持有这只优先股股票的投资者将在未来两年内损失本金的11%（从29.50美元到26.30美元）。如果我们把这两年内分到的红利计算进来，那么投资者的"到赎回日的收益率"或者说两年间的总回报率是每年3.5%——这一回报率与其他两年期证券的回报率差不多。

《华尔街日报》⊖每天刊登图6-3中的国债收益曲线。收益曲线不过是把上述摘录的"财政部长期债券、中期债券与国库券"表中的到期收益率绘制成图而已。根据经验法则，任何看上去（在适当的时间长度内）能提供比收益曲线高1%回报的证券都存在我们讨论过的风险。

千万小心！

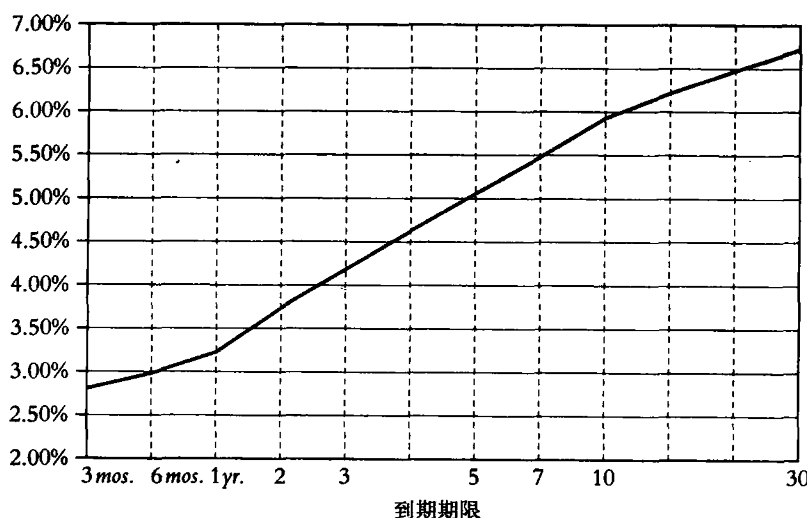


图6-3 国债收益曲线

资料来源：*The Wall Street Journal*。

2007年更新

我已在本书的很多地方说过，2007年政府长期债券的价格是公平合理的。我这么说是因为它们的市场价格提供了4.75%～5.25%的收益率，而我认为在通货膨胀率为2%～2.25%的情况下，这一收益率是公平合理的。当然，这并不意味着所有长期债券的价格都是公平合理的。我发现那些信用

⊖ 《华尔街日报》不再每天刊登这一表格，现在每周刊登在《巴伦周刊》上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

级别低的债券没有提供足够的额外收益——这一额外收益远远低于历史性水平，而这一历史性水平是弥补向低信用借款者提供贷款所承受的风险所必要的。当我于2007年8月写这一更新时，债券的信用收益差正在扩大（低信用债券的价格在下跌），并返回到正常水平。

编者的话

记住，和股票一样，债券是在公开市场上交易的，所以它们容易受到市场的影响。记住这一点后，我们再看看长期债券。因为长期债券的票面利率是固定的，所以当市场利率上升时，它们对投资者的吸引力就会下降（他们可以从别处获得更高的收益），而债券的价格就会下跌（20世纪70年代发生的情况就是这样）。当市场利率下降时，债券的固定利率对投资者更具吸引力，债券价格上升，但只会上升到可赎回的价位。这时债券就会被赎回，因为发行债券的公司希望以现在能够获得的低利率对自己的债务进行再融资。因此，不管市场利率是上升还是下降，债券持有者都面临着很大的风险。

如果这看起来有点片面的话，那么这样考虑一下：在债券市场上，借款者发行债券，因此规则由他们制定。结果，债券被设计成让借款者赚钱，而不是让贷款者赚钱。买者自己小心！

什么是风险

本文最初发表于1993年10月出版的《米伦坎普备忘录》第28期。当时，一家股票经纪公司告诉米伦坎普最大的顾客之一（一家养老基金）说，应该增加在债券上的投资比例，因为债券的收益是“得到担保的”，并且过去10年中债券的回报与股票的平均回报差不多。米伦坎普认为，用过去10年来做比较并不合适。在这篇文章中，他回顾了自1952年以来股票和债券的长期业绩。通过这一比较，他说明了为什么经纪公司增加债券投资比例的建议是错误的。

我们保留了1993年原文的数据，并在括号里加上了2002年的更新数据。2002年给我们提供了很有意思的对比，因为2001年的经济衰退及其对经济的影响与10年前的经济状况非常相似。

关于股票的“高风险性”和债券的“安全性”已经有很多的论述，但这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些论述中的数据似乎只注重最近数年，而最近数年正是利率下跌、债券获得丰厚资本利得的时期。本文分析更长时期中债券与股票的风险。

风险与收益

为了了解更长时期中股票和债券的风险状况，我们将1952～1992（2002）年间股票与债券的年回报率绘制在图6-4与图6-5中。

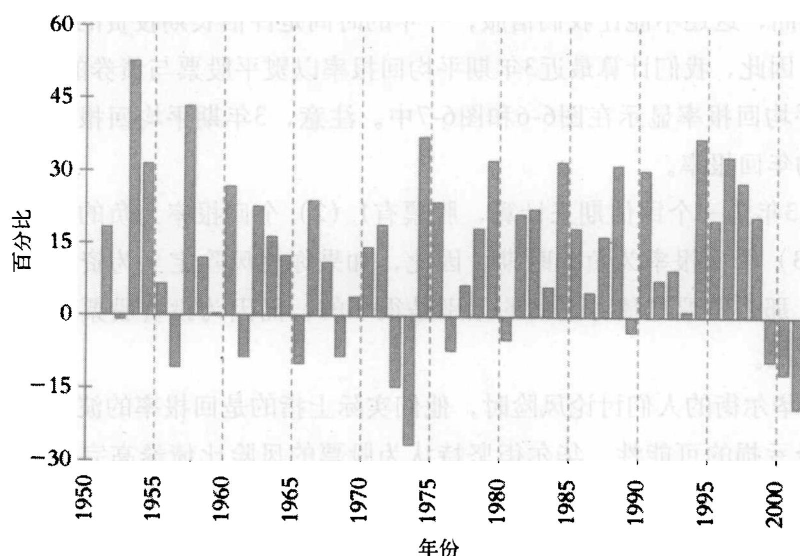


图6-4　标准普尔500指数年总回报，1952～2002年

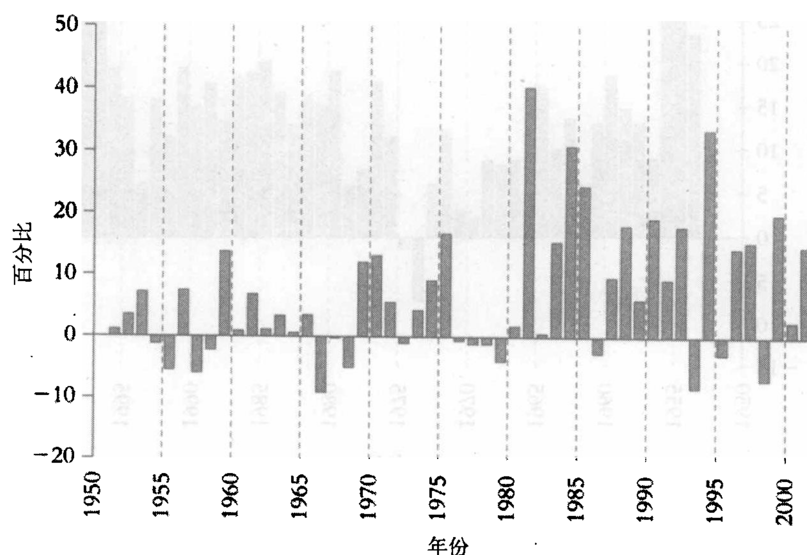


图6-5　长期政府债券年总回报，1952～2002年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这41（51）年内：

股票的平均年回报率为11.7%（11.2%），其中10（13）个年份的年回报率为负。

债券的平均年回报率为5.6%（6.8%），其中13（16）个年份的年回报率为负。

年平均通货膨胀率为4.2%（3.9%）。

然而，这还不能让我们信服，一年的时间是评估长期投资的合适的时间长度。因此，我们计算最近3年期平均回报率以熨平股票与债券的年回报率。这些平均回报率显示在图6-6和图6-7中。注意，3年期平均回报率并没有改变平均年回报率。

以3年为一个评估期来计算，股票有1（2）个回报率为负的时期，债券有3（3）个回报率为负的时期。因此，如果你将风险定义为资金亏损的可能性，那么股票与债券之间的差别是很小的，而因为投资股票而亏损的可能性更低。

当华尔街的人们讨论风险时，他们实际上指的是回报率的波动性，而不是资金亏损的可能性。华尔街坚持认为股票的风险比债券高完全是因为股票一年期回报率的波动性高于债券的波动性。

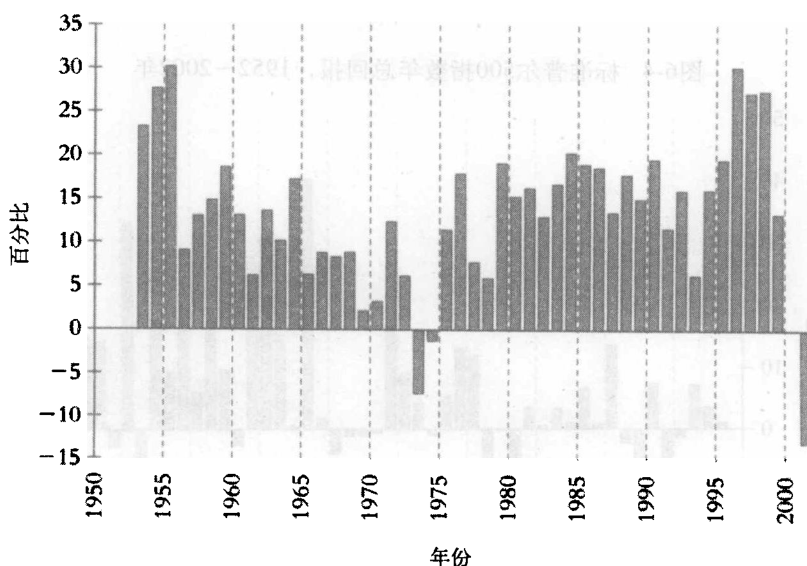


图6-6 标准普尔500指数总回报——最近3年期平均回报，1952～2002年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

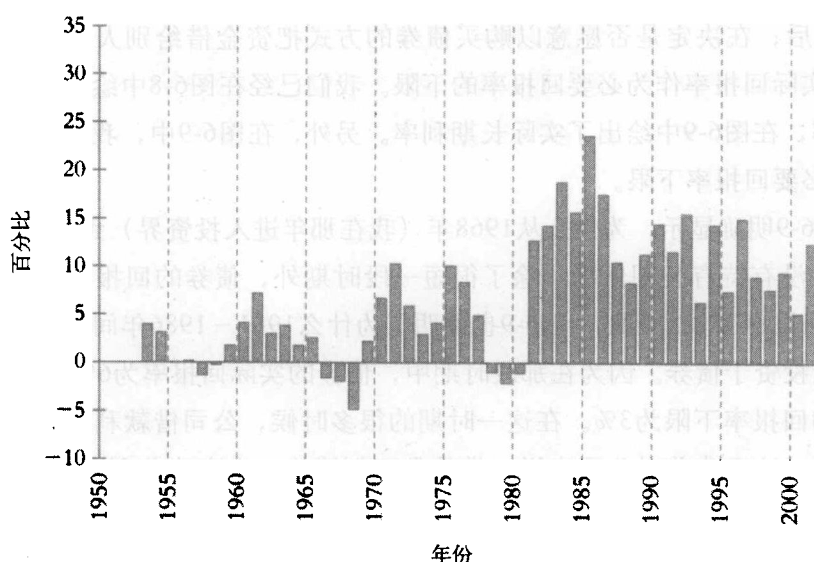


图6-7 长期政府债券年总回报——最近3年期平均回报，1952～2002年

根据华尔街对风险的定义，即使每年的回报都大于零，而且股票和债券有着相同的回报规律，但如果股票的回报率在0%～20%之间波动，而债券的回报率在0%～10%之间波动，那么股票被认为更具风险，因为股票回报率的波动性更大。我们认为问题在于对风险的定义。在过去的41（51）年中：

股票的平均回报率为每年11.7%（11.2%），比通货膨胀率高7.5%（7.3%），购买力比最初净增长17（33）倍。

债券的平均回报率为每年5.6%（6.8%），比通货膨胀率高1.4%（2.9%），购买力比最初净增长不到两倍。

股票的总回报由分得的红利和价格变化组成，债券的总收入由利息所得和价格变化组成。人们似乎忘了当利率上升时，债券的价格将下跌，因此投资债券可能导致亏损。到1980年，1966年买入的票面利率5%的债券其价格已经下跌超过了50%。如果你能预测利率，你就会知道何时购买债券。

然而，我们已经发现你并不需要预测利率以判断何时应持有债券，你只需要知道目前的实际回报率是否有吸引力就行了。

实例分析

在米伦坎普公司，我们将风险定义为跨期购买力损失的可能性。以债券为例，我们从当期收益率中减去当期通货膨胀率，从而得到预期实际回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然后，在决定是否愿意以购买债券的方式把资金借给别人前，我们以3%的实际回报率作为必要回报率的下限。我们已经在图6-8中绘出了名义长期利率，在图6-9中绘出了实际长期利率。另外，在图6-9中，我们还标出了3%的必要回报率下限。

图6-9明确显示，为什么从1968年（我在那年进入投资界）到1981年间，我从来没有持有长期债券。除了很短一段时期外，债券的回报率没有达到3%的回报率下限。同时，图6-9也说明了为什么1981～1986年间我非常安心地大量投资于债券。因为在那段时期中，债券的实际回报率为6%～8%，而我们的回报率下限为3%。在这一时期的很多时候，公司借款利率高于股权回报率，这意味着对公司来说，借款是不划算的，也意味着利率必须下降。图6-9显示的内容不止于此。

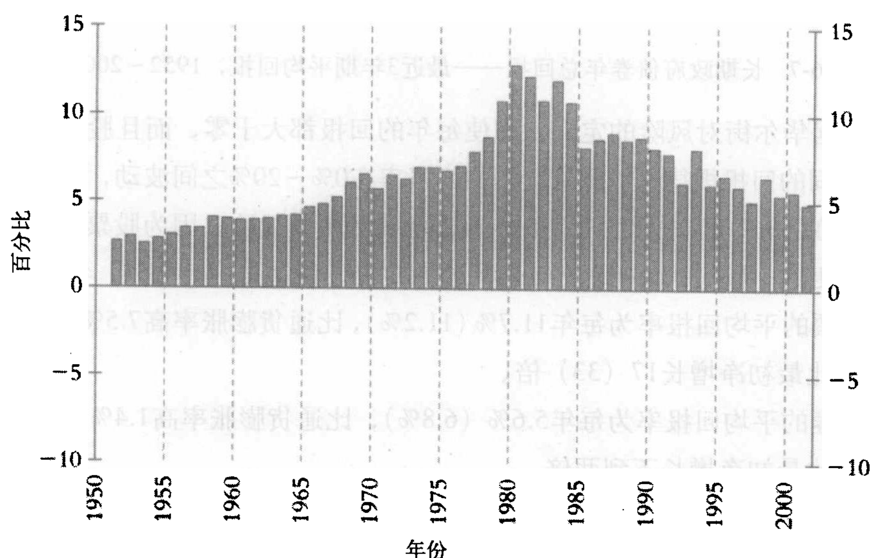


图6-8 长期政府债券名义利率，1952～2002年

图6-9显示了3（4）个不同时期债券的收益情况：

(1) 1952～1965年，债券承诺的平均名义回报率为3.5%，实际回报率为2.1%。事后分析与图6-5表明，实际上它们的名义回报率为2.1%。我们认为这个时期是正常的，至少与接下来的时期相比是这样。

(2) 1966～1980年，债券承诺的名义回报率为6.75%，而实际回报率只有低得可怜的0.1%。它们实际提供的名义回报率为2.6%（由于利率上升）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(3) 1981～1993年，债券承诺的名义回报率为9.5%和相当不错的5%的实际回报率。它们实际提供的名义收益率为13.6%（由于利率下降）。

(4) （1994～2002年，债券承诺的名义回报率为6%，实际回报率为3.9%。由于利率下降，它们实际产生了9.2%的名义回报率。）

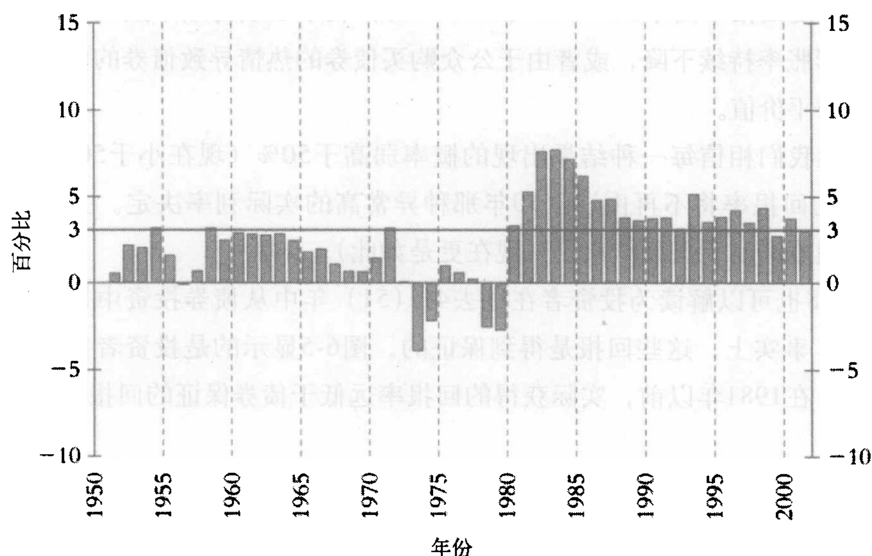


图6-9 长期政府债券实际利率，1952～2002年

我们认为1966～1980年和1981～1993年这两个时期都不同寻常，在近期内不可能再次出现。要了解为什么会出现这种不同寻常的时期，参看我们的文章《投资气候》。

如果我们计算这些时期中股票的回报情况，我们会发现：

(1) 1952～1965年，债券的平均回报率为2.1%，而股票平均回报率为14.5%。

(2) 1968～1980年，股票和债券的回报情况都很差，但是股票要比债券稍好：股票的回报率为6.7%，债券的回报率为2.6%。

(3) 1981～1992年，债券的回报率很高，股票的回报率更高：股票的回报率为14.7%，债券的回报率为13.6%。

(4) （1993～2002年，股票的回报率为9.5%，债券的回报率为9.2%。）

要了解为什么会这样，请阅读我们的文章《为什么市场下跌了》（第4章）。

在米伦坎普公司，我们相信股票的回报高于债券的回报并不是因为股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有更高的风险，而是因为公司的管理者是为股东谋利并损害债券持有者的利益的。

图6-9也表明，在经历了持续10年的异乎寻常的景气后，长期实际利率已恢复到正常水平——比通货膨胀率大约高3%。现在利率为6%～7%（4%～5%），要使回报率高于6%～7%（4%～5%），利率必须持续下跌——或者因为通货膨胀率持续下降，或者由于公众购买债券的热情导致债券的价格上涨超过其公平价值。

虽然我们相信每一种结果出现的概率弱高于50%（现在小于50%），但是债券的回报率将不再由过去10年那种异常高的实际利率决定。大量投资于长期债券的时代已经结束了（现在更是如此）。

图6-8也可以解读为投资者在过去41（51）年中从债券投资中期望得到的回报。事实上，这些回报是得到保证的。图6-5显示的是投资者实际获得的回报。在1981年以前，实际获得的回报率远低于债券保证的回报率。

结论

尽管我们还没有为股票市场绘制一个类似于图6-9那样的图形，我们认为一般股票的市场价格会为投资者提供9%～10%（8%～9%）的回报率。需要提醒的是，同债券相比，股票对公众的希望和恐惧心理通常更为敏感，因此股票价格随时都可能下跌5%～15%。这部分地是因为股票价格每天都在新闻上播报，并被媒体和经纪界炒作，而债券的价格基本上被忽视了。坦率地说，在现在的环境下，最可能引发股票下跌的因素是利率的上涨，以及由此导致的债券价格的下跌。当我们把所有这些因素放在一起时，我们得到以下的情况：

(1) 通货膨胀率为3%～3.5%(大约为2%)；

(2) 短期债券可能为投资者带来3%（1%）的名义回报率，或者0%（–1%）的实际回报率；

(3) 长期债券可能为投资者带来6%～7%（4%～5%）的名义回报率，或者3%～4%（2%～3%）的实际回报率，会有一些波动性；

(4) 股票可能为投资者带来9%～10%（8%～9%）的名义回报率，或者6%～7%（6%～7%）的实际回报率，会有更大的波动性。

因此，对于投资期限超过3年的投资来说，我们发现股票的实际回报率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是债券实际回报率的两倍，而且我们还发现股票和债券都比短期投资更有吸引力。

编者的话

最基本的问题是什么？看看1952～2002年间股票和债券的业绩，我们发现，长期而言（3年或者更长）股票的回报高于债券的回报，这是因为公司的管理者是为股东谋利并损害债券持有者的利益的。换句话说，公司会致力于增加它的盈利能力，但不会多付给债权人一分钱。因此，在一家经营良好的公司中，你最好做一个所有者（持有股票）而不是债权人（持有债券）。在经营不善的公司里，你会既不愿意是公司的所有者，也不愿意是公司的债权人。

股价过高了

本文最初发表于1994年1月出版的《米伦坎普备忘录》第29期。本文分析了股票评估模型中的假设，以及为什么它们常常对股票市场定价错误。使用同样的数据，但修改了模型，米伦坎普创造了一种新的评估模型——这一模型能够更好地预测股票价格。同样的数据，但视角不同。

10年来，我们一直听到有人说股票价格“过高了”，应该下跌。然而，在这段时间里，股票价格已经上涨了4倍。在20世纪70年代初，各种研究表明，一般而言，股票价格应该为公司利润的17倍。因此，当股票价格在1973年下跌到公司利润的15倍、14倍、13倍时，许多财务顾问都认为股票“很便宜”，应该买入。随着股票价格持续下跌到只有公司利润的6或7倍，他们一直这么说。从那时起，当我们听到有人说股票“很便宜”或“过高”时，我们的反应是“是相对于什么而言？”结果在1973年，“股票很便宜”是相对于1973年近期的市盈率而言的。在20世纪80年代，“股价过高”则是相对于当时近期的市盈率和当期利率而言的。让我解释一下。

确定公允价值

那些寻求确定股票公允价值的模型使用公司利润和一个资本化率（例如市盈率）来得到公允价值。几乎所有这种模型都使用利率来确定资本化率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些模型都**假定**当期利率是公平的，好像债券市场上不存在任何投资者的情绪影响因素一样。利率本身从来没有被视为太高或者太低。（当我在20年前从事基础价值评估工作时，我开始也作了和这一样的假设，但是不久我就发现这是错误的。后来我发现，公允价值是由通货膨胀率决定的，而且与股票价格受投资者情绪波动的影响一样，利率和债券价格也受到投资者情绪波动的影响。）

在过去的10年中，相对于利率而言，股票价格被认为是太高了。事实上，利率一直就是太高了。当短期利率在1990～1991年下降时，那些以短期利率为基础的模型开始表明股票价格是公允的。

长期利率在过去的两年中已经下跌，那些以长期利率为基础的股价模型开始表明股票价格是公允的。福特股权投资研究（Ford Equity Research）——我们购买的一个数据库——以长期债券利率为基础，计算了2 000支股票的价格／价值比（PVA）。福特汽车公司的PVA在1993年8月下降到1.0以下，这是自1980年7月以来的第一次（除了海湾战争中极短的一段时间）。在20世纪80年代的大部分时间中，许多股票常常在1.2的PVA处触底。在这种水平下，模型表明股票被高估了大约了20%，但事实上是利率太高了。这时，股票正处于好买点。

最近我们从福特股权投资研究得到了一张他们绘制的1970～1993年PVA图。这一PVA图见图6-10。福特股权投资研究对他们的模型解释如下：

> 福特股权投资研究的PVA是以如下方式计算得到的：将公司的股价与以我们独有的股利贴现模型（DDM）计算出的数值进行比较。大于1.00的PVA表明公司股票价格过高，而小于1.00的PVA则意味着股票价格低于根据利润、质量、股利、预期增长和主导利率、公司股票所应该达到的价格水平。福特股权投资研究每月公布福特股权投资研究数据库中所有公司的平均PVA。

福特股权投资研究使用长期利率作为他们的“主导利率”。福特股权投资研究所使用的模型的结构会导致如下的计算结果：在其他情形不变的情况下，过低的利率会导致PVA比下降，从而表明股票价格过低；同样，过高的利率会导致PVA比升高，从而表明股票价格太高。

在图6-11中，我们将福特股权投资研究计算出的PVA与（扣除了通货膨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胀率的）长期政府债券的实际利率及道琼斯工业平均指数绘制在一起。

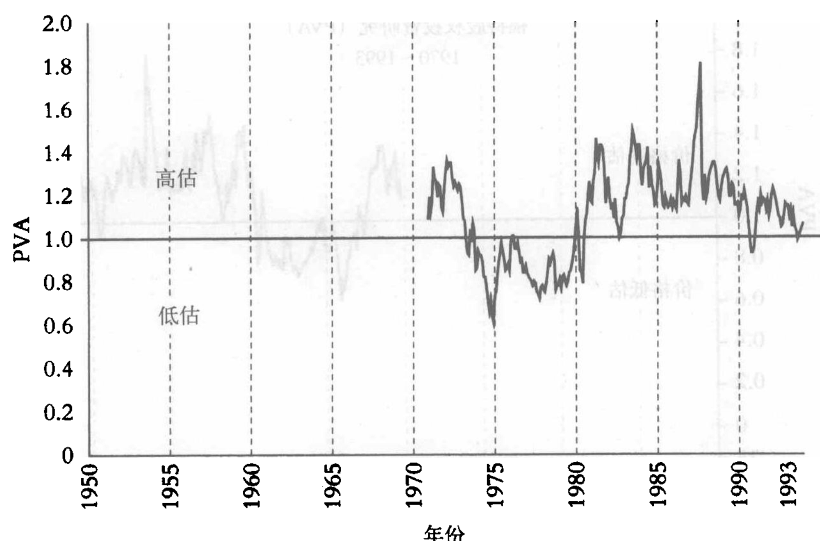


图6-10　福特股权投资研究PVA，1970～1993年

你可以看到，在1973～1980年间，当（扣除通货膨胀率后的）实际利率异乎寻常地低时，福特股权投资研究计算出的PVA都等于或小于1.0。在1981～1993年间，当实际利率异乎寻常地高时，福特股权投资研究计算出的PVA都大于1.0。你还能发现当利率异常低时，这会导致股票看起来便宜，股价会上下波动。事实上，在1970～1980年这段时期，名义回报率大约为每年3%。相反，当利率异常高时，许多人认为股价过高，股票实际上每年为投资者带来了15%的回报，从而在10年内价格上涨了4倍。

我们联系了福特股权投资研究机构，要求他们重新运行他们的模型，但是不用当前主导利率，而是用年通货膨胀率加上3%。这等于作了如下假定：在这段时期中，实际利率固定为3%，而不是条形图中描述的那种状态。对于经济状况，我们用年度数据而不是月度数据。除此之外，我们没有对模型作其他修改。

对假设利率的这一修改（见图6-12）给我们带来了一条名为“修正的PVA”曲线（B线）。我们把它与之前的PVA曲线叠加在一起。对比显而易见。修正的PVA表明，当名义回报率为3%时，在1970～1980年的大部分时间中，股票被高估了；在20世纪80年代初，股票则十分便宜；在价格上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了4倍之后，才在最近回到公允价值。

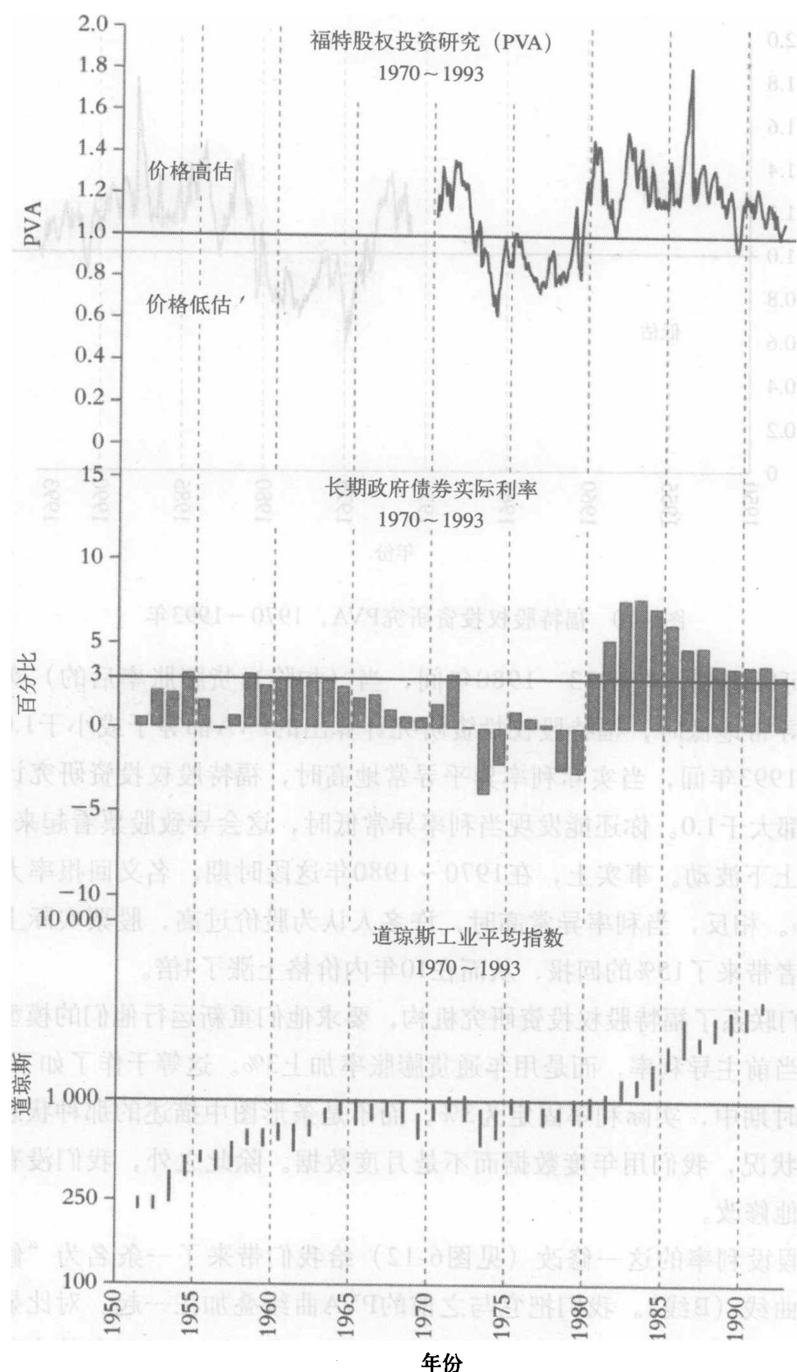


图6-11 福特股权投资研究PVA、长期政府债券实际利率与道琼斯工业平均指数的对比

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

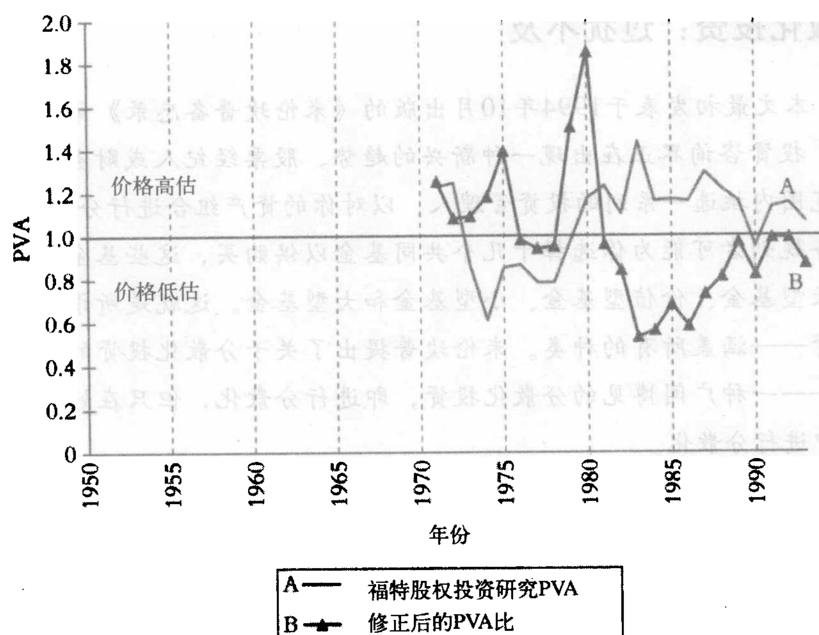


图6-12 修正后的PVA，1970～1993年

我们认为，同最初的PVA（A线）相比，修正后的PVA曲线（B线）是一个更好的模型。它无疑得出了更好的结果。修正后的PVA与我们过去20年中所用的股票估值模型基本一致。注意，当实际利率为3%时，两个模型得出相同的股票价值，并显示近期的股票价格就是公允的。

我们并不是在贬低福特股权投资研究。我们发现他们的数据和许多结论十分有用。我们只是用他们的图形来说明大部分股票估价模型中存在的一个根本性的缺陷。这些模型没有明确地考虑通货膨胀的因素，而是使用当前利率，并**假设**这个利率包括了通货膨胀的影响。我们不能理解的是，在过去20年中，这些模型一直在发出显然是错误的信号，为什么这些模型的假设却似乎没有遭到质疑。

编者的话

当有人说股票价格太高或太低时，他们使用的可能是基于当前利率的股票定价模型。在对股票定价的准确性方面，这些模型的历史记录很差，因为它们用的利率通常不是太高就是太低。永远要弄明白结论背后的模型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分散化投资：过犹不及

本文最初发表于1994年10月出版的《米伦坎普备忘录》第32期。那时，投资咨询界正在出现一种新兴的趋势，股票经纪人或财务规划师在大范围内挑选一系列的投资管理人，以对你的资产组合进行分散化投资。财务规划者可能为你选择十几个共同基金以供购买，这些基金可能包括成长型基金、价值型基金、小型基金和大型基金。这就是所谓的分散化投资——涵盖所有的种类。米伦坎普提出了关于分散化投资的另一种看法——一种广闻博见的分散化投资，即进行分散化，但只在好的投资工具中进行分散化。

我们经常听到的一句话就是："不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里。"我们认为这是很好的建议。我们总是选用至少20个篮子，从来不在任何一个篮子中放入我们5%以上的资产。

但是，检查篮子的质量还是十分重要的。并非所有的篮子都编织得很牢固。复活节的篮子是为了好看。它们只能承受几个已经煮得很熟的鸡蛋，并不适宜于每天都用来装满新鲜鸡蛋。

并非任何篮子都适合于任何气候与任何用途。纤维做成的篮子最适合在干燥的气候里使用，但在湿润的气候下就会解体。塑料篮子在温暖的环境中适宜装鸡蛋，但在寒冷的环境下就会变脆甚至断裂。用铁丝外裹包塑料编织的篮子适合短距离运送鸡蛋，但不适合长途运送鸡蛋，长途运送用纸箱更好。

在投资业中，存款凭证篮子不同于债券篮子，而债券篮子不同于股票篮子，股票篮子又不同于商品篮子，等等。通用电气的篮子不同于福特的篮子，而福特的篮子又不同于埃克森的篮子。

一些收费投资顾问建议，你应该使用所有篮子以实现**分散化的目的**。他们谈论或描写分散化，好像这就是投资的目的。它不是！投资的目的在于增加你的资产的购买力——去赚钱。任何可能的投资工具都应根据它让你赚钱的可能性来衡量。任何不大可能让你赚钱的投资机会都应被舍弃。

作为安全系数的分散化

那些说每种投资工具你都应该购买一些以实现分散化投资的人其实是在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

告诉你，他们并不知道怎样区分好的投资工具和坏的投资工具，或者他们并不知道我们现在处于什么样的投资气候中。他们只在一点上是对的。你知道的越少，越需要分散化投资。如果你什么都不知道，那么你就应该每样都买点。既然如此，你为什么要付钱给那些并不比你知道的更多的人呢？

再说一次，投资的目的是使你赚钱。要做到这一点，你可以花时间自己努力学习怎样去做，也可以雇人这样做。如果你有一个完美的水晶球，你就会选择一个最好的投资工具并将所有的钱都投入其中。几乎所有的巨额财富都是通过集中而创造的，通常是一个人成立一家公司或者将精力放在一个理念上。但是，这是一个不成功即成仁的策略，而且谁也没有完美的水晶球。如果你选错了人或理念，你将失去你的投资额。

沃伦·巴菲特（我们这一代人中最成功的投资者）去掉了其中一个步骤。他已经说过，如果人们在一生中将自己的投资限制在20个投资选择之内，那么他们的回报率就会更好。但是他也说过，他并不在乎股票交易所关闭两年，他能够忍受股票价格下降30%。大部分投资者都不愿意承担价格下降30%的风险，或者在两年的时间中忽视自己投资工具的价格。他们缺乏选择一个正确的观念或者一支正确的股票或是一个适当的投资时间的信心。因此，对于我们的客户，我们将资产投资到20多种证券中以实现分散化投资。我们花费了大量的时间和精力努力工作，以了解我们可以投资的证券以及我们生活于其中的投资气候。我们将我们知道的写在文章中，坦率地说是因为你越了解我们在做什么，越有助于我们为你赚钱。

在我学工程学的时候，老师教导我们在我们所有的设计中都要加入一个“安全系数”。在许多情况下，安全系数为100%。有一天，当我们讨论安全系数时，教授说安全系数实际是一个无知系数。我们使用安全系数以弥补我们对材料、建造、维修以及（当然包括）我们的设计的无知。同样，在投资中，我们用分散化投资来弥补我们的无知。

不论我们做了多少工作来了解一个公司、一个行业或者是一个经济体，仍然有20%～30%的概率我们弄错了。不论我们对相关人员有多了解，他们仍有一些不会告诉我们的东西。通常这是因为他们不（或无法）知道，但有时是因为他们并不承认这些东西存在。还有很小的可能是他们会对我们说谎。因此我们查阅统计资料，发现可以通过购买15～20种证券把大部分这种风险中和掉（分散掉）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据我们对篮子/证券组合的一些认识：

- 我们避免投资商品及期货，因为它们是一个零和游戏；无论是使用者和生产者，他们都努力推动价格下跌；
- 我们对购买期权及其他衍生工具持怀疑态度，因为它们也是一个零和游戏，时间对你不利[㊀]；
- 我们避免有限合伙制，因为费用太高；
- 我们知道，在扣除税收与通货膨胀因素后，存款凭证保证让你亏损（除了20世纪80年代初极短的一段时间）；
- 我们对债务投资工具——债券、抵押贷款、固定收益年金——持怀疑态度，因为我们知道它们是为了发行方的利益、损害投资者利益的。

基于我们对目前（1994年）投资气候的一些认识：

- 我们避免投资房地产；
- 我们对投资外国持怀疑态度，因为美元被低估了[㊁]；
- 我们愿意在某价位购买债券；
- 我们不愿将自己局限于类别有限的投资工具中。

通才与专才

当你阅读那些有着良好的长远投资业绩记录的投资家的历史时，你会发现他们都是通才。沃伦·巴菲特集中了他的资产，但他是从广泛的可能性中进行选择的。约翰·坦伯顿（John Templeton）、彼得·林奇（Peter Lynch）、约翰·聂夫（John Neff）等都是这样。如果你读一读他们说过的话或写过的文字，你会发现，他们每个人都有着如何选择投资与／或装鸡蛋的篮子的坚定信念；他们每个人都有一个持续一致的投资哲学，都有着良好的投资业绩记录。如果将我们所有的资金交给其中任意一个人管理，我们都会感到很安心。

但最近投资咨询业中自我鼓吹的时尚是让一个记者，一个股票经纪商，或者是一个财务规划师来挑选一系列广泛的投资专家来实现分散化投资。他们会告诉你去拥有或雇用一个报纸篮子的专家、一个服装篮子的专家、一个金属篮子的专家、一个塑料篮子的专家等等来实现投资分散化，好像

㊀ 我们偶尔也卖期权，让时间有利于我们。

㊁ 2007年，这不再正确。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资分散化就是你的目标。他们甚至向你提供材料，证明每个专家在他或她的领域所取得的成功，但是他们不会给你展示他们自己过去在挑选专家方面的记录。他们所有的选择都是事后诸葛亮。他们暗示完美的事后诸葛亮等于完美的先见之明，但事实上并非总是如此。

广闻博见的重要性

那么你该怎么办呢？坚持以日记的方式把你关于投资的想法和那些在你看来说得有道理的文章记录下来。随着时间的推移，你就会了解哪些行得通，哪些行不通。

利用本地的图书馆，你可以缩短学习曲线。你下次去图书馆时，看看1994年1月31日那一期的《福布斯》杂志。在第132～133页，马克·赫尔伯特列举了自1983年以来许多投资通讯作者的业绩。将这篇文章复印一份带回家。当你收到这些投资通讯作者征订投资通讯的信件时，检查他们的业绩记录。

另外，当你在最近的杂志上读到一篇在你看来说得很有道理的文章时，到图书馆查阅一下3～5年前该文章的作者或者该杂志是怎么说的。用相同的方法检查一下晨星公司（Morningstar Inc.）对共同基金的分析。

核查你的股票经纪商或财务规划师的业绩记录可能困难一些。他们大部分人都没有记录或是公布他们的建议或结果。与对这些股票经纪商或者财务规划师感到满意的一些顾客交谈可能是你所能尽力做到的。

最后，尽量收集各种不同的看法，并对这些看法提出质疑。这会开阔你的视野，帮你做出广闻博见的决策。

编者的话

通过雇用专长于不同类型投资工具的众多专业投资经理以实现分散化投资的趋势今天仍在持续。这让投资者感到，即使自己对投资一窍不通，自己的投资也是安全的（这些专家涵盖了所有种类）。其缺点是你雇用到的能力不佳的投资经理的人数与能力强的投资经理的人数可能一样多，而且最优秀的经理也会受到他们所管理的投资基金的分类所强加给他们的种种限制（参看我们第8章的文章《你愿意为一个理论损失多少钱？》）。试图盲目地消除风险会增加回报率低下的可能性。你最好花点时间找一位业绩优秀、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资理念适合你的投资经理，并让他一个人帮你管理你的资金（参看我们第7章的文章《如何选择资金经理》）。

股票市场的游戏和投资事业

本文最初发表于1995年1月出版的《米伦坎普备忘录》第33期。一位客户让米伦坎普总结他的投资理念。下面是米伦坎普的回复。

我在1968年进入投资这个行业。那时，我从来没有购买过股票或是债券，也从没有学过任何华尔街金融课程。（我学过公司理财课程。）因此，我从零开始学习投资。

我很快发现，有无数人在为你如何投资你的资金出谋划策，而且他们的想法听起来都不错。这当中，有些人被雇用去出售报纸或杂志，有些人被雇用在电台或电视中提供娱乐，有些人从出售金融产品中收取佣金，还有些人真的是受雇去管理别人的资金。

只有最后的这类人会公布他们提供的建议的结果。其他人只会告诉我他们什么时候是正确的，但我必须研究3～5年前他们写过的文章，以对他们有完整的了解。我还注意到，那些在某一年中风光无限的大师和经理很少能重现他们的风光；那些有着良好的长期业绩记录的人则常常能稳居众人之上，却很少在某一年中大出风头。

由于我的目标是良好的、可靠的、长期的回报，我决定研究那些有着良好的长期业绩记录的人的投资理念。我发现，他们都持有公司股票，但他们的做法是把公司看做实业。我了解到，随着时间的推移，股票价格确实反映标的实业的内在价值。

我还了解到，这些实业的价值及其相应的股票价格每年增长9%～10%，这表明如果我购买经营良好的公司的股票，并持有足够长的时间，我的回报率将是9%～10%。相比之下，债券的长期收益率为4%～5%，存款凭证的回报率为2%～3%。因此，我得出结论，作为一个长期投资者，我正常的投资选择是将100%的资金投资于公司股票。

股市游戏与投资事业

投资股票的所有问题都是短期的，短期内股票价格的变化与长期价值常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常似乎并不相关。短期价格的波动是由那些驱使美国公众购买和出售股票的希望和恐惧决定的。这些希望和恐惧是由有着短期目标的媒体、股票经纪界以及各种所谓的专家煽动起来的。

但是，确实有许多公众坚信这种短期目标并沉迷于短期目标的戏剧性变化中。我们称其为股票市场的游戏（以与投资事业相对应），它非常有趣。这一游戏所关注的是价格变动中最具戏剧性和波动性的那些方面。甚至这一游戏的语言也是从赌博中借用过来的，它关注的是输家和赢家。这个游戏也能带来相当的收益，但它要求具有钢铁般的胃与逆大众而行的节制力——而很少有人具备这些。

可靠的事业

发现股市的顶部和底部并没有用处，除非你拥有坚强的意志并果断行事。专业人士也面临同样的问题。在1987年中期，当艾兰娜·嘉莎莉（Elaine Garzarelli）发现了股票市场的短期顶部并避免了那年10月发生的股市下跌时，她顺理成章地声名鹊起。但是，她没有能够在适当的时机买入，尽管她的研究告诉她应该这样做。随后，随着市场在1988年和1989年恢复过来，并创下新高，她的优势完全消失了。

对于大部分人来说，股票市场的游戏分散了他们的注意力，使他们无法在投资业中赚钱。周期性的下跌和对游戏的关注导致他们在该买入的时候卖出股票，在该卖出的时候买入。我们关注于长期的投资事业，因为我们发现这样做更能赚钱，也更可靠。

每年向个人退休账户投资或者如何通过开二手车富有地退休

本文最初发表于1995年4月出版的《米伦坎普备忘录》第34期。

最近，我对一位朋友说，大多数投资者购买股票的方式就像青少年买衣服一样。他回答道："他们应该怎样购买股票？"作为一个反应缓慢的思考者，我当时没有一个现成的答案，但是现在我有了。像购买二手汽车那样购买股票。真正让人吃惊的事实是，如果你同时还购买二手汽车，那么仅仅这两项行动就会让你富起来。

通过开二手汽车而每年节约2 000美元并不是什么难事。表6-2表明，通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过每年向个人退休账户投资2 000美元，你能在37年里积累100万美元（按12%的年回报率）或在40年里积累88.5万美元（按10%的年回报率）㊀。

以下是通过开二手车而每年节约2 000美元中的3个关键之处：

(1) 只投责任保险。这一项会为你每年节省至少600元；

(2) 不要支付利息，这会让你为借来的每1 000美元每年至少付出130美元；

(3) 只买那些你能用现金支付的东西。

表6-2 每年2 000美元的投资按10%与12%的复利计算

（单位：美元）

年数	10%	12%
5	12 210	12 706
10	31 875	35 097
15	63 545	74 559
20	114 550	144 105
25	196 694	266 668
30	328 988	482 665
35	542 049	863 327
40	885 185	1 534 183

做功课

那么你怎样才能买到一辆好的二手车，或一只好的股票呢？在每种情况下，都从你当地的图书馆开始。在那里你能找到题为《如何购买二手车》（或其他类似）的书。这些书几个小时就能读完。选择其中一本阅读。它会给你提供一些可以应用的标准和作为工作起点的框架。

对于股票，你需要更为小心一点。购买股票与购买二手汽车的主要区别在于，对于股票，更多的外行在写书，告诉别人如何购买股票。一定要弄清楚该书的作者有一个通过投资而赚钱的成功经历，而不仅仅是通过卖书或杂志赚钱。这些作者也会给你提供一些可以应用的标准和作为工作起点的框架。彼得·林奇的《在华尔街一夜成名》（*One Up On Wall Street*）是我找到的最好的书籍之一。除此之外，读读本杰明·格雷厄姆、欧文·费

㊀ 从2005年开始，每年向个人退休账户投资的限额增加到4 000美元，50岁以上的可以再追加投资500美元。2006年追加金额增加到1 000美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雪和沃伦·巴菲特写的书。（不要把最近出版的关于巴菲特的畅销书与巴菲特写的书混淆在一起。）吉姆·罗杰斯写的《骑摩托的投资者》是任何考虑投资国外的人的一本必读书。这本书也为那些没有投资国外想法的人提供了有趣的视角。

当你购买二手汽车时，你的下一个步骤是查阅《消费者报告》中的数据。这些数据是基于消费者调查而编写的，数据的组织结构让你可以在20～30分钟内排除你并不想要的那80%的车，并集中关注那10%～20%你所感兴趣的车。如果你想对《消费者报告》中的数据有进一步的了解，那么去与你的汽车修理师谈谈（或者像我的邻居那样，和你的拖车司机谈谈）。如果你还没有一个你所尊重或信任的汽车修理师，可以问问你那些对汽车感兴趣的邻居。不要害怕询问邻居。我从没见过任何人讨厌别人向他征求意见的；你得到了很多见解并不意味着你必须全部采纳它们。

在购买股票时，我从“价值线投资概览法”（Value Line Investment Survey）开始，寻找财务状况良好而且权益资本回报率（ROE）不错的公司。ROE应该达到15%或者更高，ROE等于或小于10%的公司应该已经倒闭。我不喜欢提经验法则，因为它们容易受通货膨胀和利率的影响而变化，但现在，我希望市盈率低于ROE与预期增长率。

下一步，给公司打电话，向它要财务报表；核对年度财务报表中的数据和注释（审计过的），以确认“价值线投资概览法”的数据是准确的。

这时，你将已经发现多至6个符合你的标准的汽车型号。现在，你该买张报纸了，因为你希望从私人那里购买。你希望避免与汽车经销商打交道，因为他们会修饰要出售的汽车并知道如何掩盖汽车的毛病。但是，你希望从私人那里购买的主要原因是你不仅想看看汽车，而且想看看汽车现在的主人。汽车受到的爱护程度可以强化或者抵消你从《消费者报告》那里得到的数据。我不会买我没见过的二手汽车，但有些（很少）人的二手汽车我会购买，即使我没见过。在这种情况下，我是依据我对车主的了解来购买他的车。一旦发现了一个符合你的标准的车型而且那车又看起来不错，要愿意花钱请你的汽车修理师彻底地检查它（这是廉价保险）。

购买股票也是一样，你会希望与你有兴趣投资的公司的管理人员谈一谈。对于个人投资者，这通常并不现实，但你总是可以从公司年度报表上读到公司管理人员的情况。管理者致公司股东的信将摘要性地告诉你，管理层

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在他们的市场中看到了什么以及他们正在努力完成什么。最好的管理者会详细说明公司的目标。委托代理材料将告诉你管理层持有多少公司股票，他们的薪酬方案是否有利于激励他们为公司股东工作。几乎在所有情况下，公司管理层的质量都比他们所在行业的特色更重要。最后，同该公司的客户们谈谈。如果客户们感到满意，那么该公司所做的事情就是对的。

赢家、输家与不赔不赚的

无论是二手车还是公司股票，你都会发现垃圾就是垃圾。有些车型和公司股票，无论它们的价格如何低，你都不想购买——那就不要购买。好的就是好的。你会发现一些你愿意以公平的价格购买的车型和公司股票。还有少数好得如同宝石的车型与公司值得溢价购买。（沃伦·巴菲特提到过，在你一生的选股中，你能发现的珍贵得如同宝石一样的公司不会超过20个。）对于股票和汽车，我们要寻找宝石，但也要准备妥协，尤其是在那些并不必不可少的东西上。如果你只接受完美的宝石，你将错过许多好股票并走很多弯路。

最后，要知道不管你投入多少努力，偶尔你得到的却是老爷车。当碰到这种情况时，将它卖掉然后去买另一辆。卖掉老爷车对你的自信心来说可能是个打击，但是同继续保有它相比，卖掉它远没有那么让人痛苦。你会发现出售股票的佣金很低。你还发现，卖掉一辆你用3 000美元买的老爷车远没有你的邻居花2万美元买了辆老爷车那么让人感到痛苦。

这一共要花多长时间？在汽车机械和如何购买汽车方面，我儿媳妇一窍不通。采用上述建议，她在图书馆花了4个小时，又花了5～6个小时到处查看。最后，她花4 500元买了一辆不错的二手车。在股票上，我每周花40多个小时。

我们走过的路

出于好奇，我决定检查一下我的投资记录。在过去的32年中，我购买和出售了24辆车。购买价格的总和减去出售价格的总和不到2万美元。在扣除通货膨胀因素后，它可能不到3万美元。这样，我们每年的折旧成本将不到1 000美元，而且自1970年以来，我们成了拥有两辆汽车的家庭。今天，更实际的折旧应该是每辆车每年1 000美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在此期间，自1981年相关法律生效以来，我一直在足额地往个人退休账户中投资。我已经投入了2.95万美元（在1981年，你只能投1 500美元）。我没有做任何特别的或者惊天动地的事情，只是将钱投入两个无认购费、总回报型共同基金。截至今年（1995年）3月31日，它的市场价值已经超过7.6万美元。表6-2表明它在以超过12%的年收益率复合增长，我也在步入富足的退休生活的正轨之上。

我们看到过一些文章论证说并非所有人都应该投资于他们的个人退休账户。我们同意这种说法。传统的个人退休账户或其他税负递延资产的价值在于它们的税负可以延迟支付。个人退休账户的不利之处是当资产被取出来用于消费时，它们是按普通收入的税率征税的，虽然回报是通过资本增值获得的。这等于是将资本利得转换成普通收入，因此当你的税负递延资产达到一定水平，导致从该资产中领取的资金按高于30%的税率纳税时，我们相信继续向这种资产中投入资金就不再有任何意义。作为经验法则，当你相信在你年满60岁时，你的税负递延资产（养老计划、利润分享计划、个人退休账户）如果超过100万美元，那么停止向个人退休账户投入资金（并对自己已经取得的成就感到十分宽慰）是明智的。

2007年更新

与上一段所说的一致，从1995年开始，我已经不再向个人退休账户投入资金。到2006年12月31日，我的个人退休账户的市场价值已经超过34万美元。表6-2表明它在以超过12%的年收益率复合增长，我也仍然在步入富足的退休生活的正轨之上。

为后代的遗产规划

本文最初发表于1995年7月出版的《米伦坎普备忘录》第35期。这是由3篇文章构成的遗产规划系列中的第一篇。本文中，通过延伸投资时间跨度，米伦坎普揭示了遗产规划问题的一些新的方面。大多数遗产规划师着眼于未来30年（一代人）来制定遗产规划。米伦坎普选择着眼于未来90年（3代人）来分析遗产规划决策的长期影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前面我们写了一篇题为《每年向个人退休账户投资或者如何通过开二手车富有地退休》的文章。我们可以将该篇文章命名为《如何开始致富之路》。一旦我们走上这条道路，就有必要持续地进行明智的投资管理，而这就是我们在大部分文章中讨论的一个主题。但我们也需要一个明智的终结，需要对你已经积累起来但在你的有生之年不可能花掉的资产进行管理。这种努力被称做遗产规划，我将在随后的几篇文章中讨论这个话题。

任何有用的遗产规划必须从目标与你用积累起来的资产试图优先完成的事项开始。我们发现大部分客户的目标和优先事项大致如下：

(1) 为客户及其配偶在有生之年做准备；

(2) 为灾难做准备；

(3) 把遗产转移给继承人；

(4) 将资产捐赠给慈善机构或其他组织；

(5) 购买保险公司产品；

(6) 纳税。

注意，你已经有了一个遗产规划。这是美国国会和你居住地的立法机关为你制定的。但是，这个规划将纳税作为第一优先的事项。简单地说，根据这一规划，当你去世时，政府将以税收的形式拿走你所有资产中超过60万美元后的那部分资产的50%。如果纳税是你的第一优先事项，你就不需要其他的遗产规划。但是如果你的资产超过60万美元（包括人寿保险收益），并且你希望将更大比例的资产留给你的继承人或捐赠给慈善机构，那么你就需要采取积极的行动来制定遗产规划。你越早这样做，你的选择越多。（参见“2007年更新”以了解目前的相关信息。）

我们已经将保险公司的产品列入优先事项的名单内，因为我们所看到的大部分遗产计划都将为保险公司挣钱放在很优先的位置，通常把它排在第3位，有时排在第1位。

20年前当我在一家保险公司工作时，这种优先性决定了特许人寿保险承销师（Chartered Life Underwriters，CLU）考试与寿命管理师（Fellow，Life Management Institute，FLMI）考试等这些我那时考过的考试的正确答案。对保险代理商提出这样的建议，我并不感到惊讶。过去的20年中，让我感到惊讶的是，大部分律师、会计师、财务规划师都采纳了保险公司的建议。保险在遗产规划中应该有一席之地，但是我所见过的大部分遗产规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

划都滥用了保险，常常危及客户的目的。在以后的通讯中，我们将详细讨论保险计划。

在两年前我参加过的一次遗产规划研讨会上，一位发言人说，当他做遗产规划时，他着眼于未来30年的时间。这使我想到30年只是一个周期——一代人而已。很多年前，曾有人教导我说，要了解某件事情，你需要着眼于不止一个周期。因此，我绘制了图6-13，它说明了在各种假设下你的应税资产（60万美元统一抵税额之外的资产）会怎样。

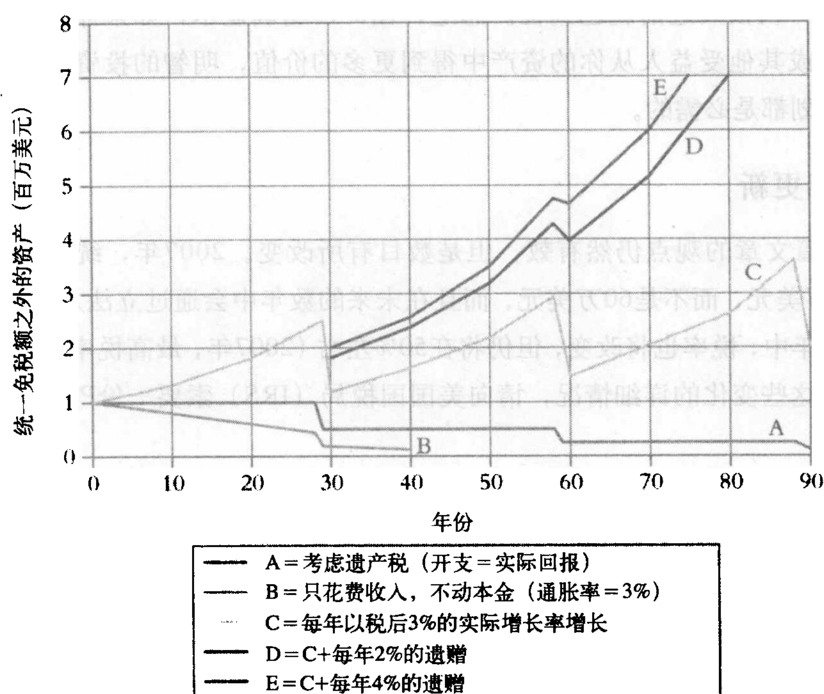


图6-13 长期财务规划概览

A线只考虑遗产税的影响。A线假设每代人都以刚好弥补通货膨胀率的税后回报率增加家族资产，但是在每代人去世的时候，遗产税将拿走资产的50%。

B线假设每代人将由资产所产生的利息等收入花费掉，但是保留（名义的）本金，且年通货膨胀率为3%。3%的年通货膨胀率会在25年中将本金的购买力降低一半，然后遗产税又拿走剩余一半中的一半。这样在一代人的时间中，家族资产就损失了3/4的购买力。注意，在过去的25年里，通货膨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胀率平均每年为6%。因此，采纳这一貌似保守的建议的家庭在一代人的时间中将损失其资产的87%的购买力。

C线假设资产每年以扣缴收入所得税后比通货膨胀率高3%的增长率增长。这会让资产在25年后翻倍，但是遗产税将拿掉它一半，因此，下一代人将回到起点从头开始。明智的投资管理造就了C线与A线或B线之间的差异。

D线和E线运用赠予策略来将遗产税最小化，这会让家庭资产随着时间的推移而增长。为了达到最有效的结果，这些策略必须在资产从一代人移交给下一代很久之前就已到位。总之，图6-13明确显示，如果你想让你的继承人或其他受益人从你的资产中得到更多的价值，明智的投资和有效的遗产规划都是必需的。

2007年更新

本篇文章的观点仍然有效，但是数目有所改变。2007年，统一抵税额是200万美元，而不是60万美元，而且在未来的数年中会通过立法加以改变。未来数年中，税率也将改变，但仍将在50%左右（2007年，最高税率为45%）。要了解这些变化的详细情况，请向美国国税局（IRS）索要一份Publication 950表。

为收入而投资的问题

本文最初发表于1996年10月出版的《米伦坎普备忘录》第36期。本文已经被更新到2007年。这是遗产规划系列之二。

在本文中，米伦坎普阐明为什么为获得“收入”而投资是有缺陷的。投资者应该做的是投资以增加他们的资产。尽管对有些人来说，这似乎只是文字游戏而已，但是这是一种根本不同的投资方法，而且会带来更好的投资和更低的税率。

在前面《为后代的遗产规划》一文中，我们开始讨论如何有效地整合良好的投资和良好的遗产规划。本文继续讨论这一问题。

如果我们中任何人从父母那里得到什么关于保存家庭财富的教诲的话，那就是那条准则，“保存本金——只花收入”。对于大部分人而言，这是一条金科玉律。这一准则一直没有遭到质疑。但是，如果你希望在任何一段

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时期中保存你的本金，那么你需要知道这一准则为什么有用，什么时候有效以及自你的父辈和祖父辈发现这是一条有用的准则以来，情形可能已经发生了怎样的变化。

这条准则的第一个大问题是定义。投资大众和他们的收费顾问们已经让国税局确定了本金和收入的定义。我们发现，对投资来说，国税局的定义毫无用处。本质上，国税局将本金定义为已经缴过税的资产。投资者将本金定义为他们最初用于投资的资产。资产的任何增加都被国税局定义为收入或资本利得。

考虑下面的例子（数字是真实的，但是近似值）。琼斯先生有一个养老金计划，是以税前资金设立的。当他在62岁退休时，他把养老金计划转入个人退休账户；其价值为10万美元。我们将这10万美元看做资产。琼斯先生把这10万美元看做本金。国税局没有对它进行定义。

在随后的8年里，琼斯先生的个人退休账户增长到25万美元。问题是：新增的15万美元应被归类为本金、收入、资本利得，还是资产？由于这些钱在个人退休账户中，并且不用缴税，国税局没有对它进行定义。因此，如何归类无关紧要。

在琼斯先生70岁半的时候，他开始从他的个人退休账户中提取资金。他提取的是本金、收入、资本利得，还是资产呢？出于税收考虑，国税局说琼斯先生从个人退休账户中提取的资金都是收入。关键点是，国税局对本金、收入和资本利得进行定义只是为了确定你的应纳税额。他们的定义没有其他任何的用途，而且没有任何理由投资者应遵循国税局的定义。

保持购买力

对于大多数人而言，保护本金意味着保持你初始的美元数量。我们认为，保护本金意味着保持你的初始资产的**价值**（或购买力）。

当通货膨胀率为零时，美元数量与初始资产的价值这两者是一样的。但是，当通货膨胀将美元的购买力削减了一半时（如1968～1978年、1978～1993年间，情形就是如此），美元的数量必须翻倍（再翻倍）以维持本金的购买力。

规则中“只花收入”这一部分在人们头脑中如此根深蒂固，以至于当人们需要花钱时，他们不说“我需要花钱”，而是说“我需要收入”。如果不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是因为他们的会计师、股票经纪商与财务规划师使用国税局对收入的定义，而且国税局常常按比资本利得或本金税率更高的税率对收入征税，这本无关紧要。

当我们问我们的客户他们是否允许使用资本利得时，我看到的常常是一片茫然的面孔。规则里并没有提到这个。但是他们可以确定的是他们不允许使用本金。按照他们的理解遵守上述规则的结果是，人们在为他们的投资回报支付最高的税率。

以下是税率摘要（更新至2007年）：

(1) 对超过200万美元的遗产征收45%的遗产税。

(2) 对收入和利息征收10%～35%的收入所得税。

(3) 对红利最高可征收15%的所得税。

(4) 对长期资本利得最高可征收15%的资本利得税，但是：

- 在你将资产出售之前，你不用支付资本利得税；
- 如果你将增值的资产捐赠给慈善机构时，你不用支付资本利得税；
- 为你继承的遗产指定一个步升计税基点。

作为一个投资者，通过使国税局以较低的税率对你征税来赚取收入的方式对你是有利可图的。8%的资本利得收益的应纳税款要少于被归类为“普通收入”的8%的收益的应纳税款。此外，资本利得税可以推迟到你出售资产的时候才缴纳，而普通收入的应纳税款必须在你得到该收入的当年缴纳。当资本利得税率大幅低于普通收入税率时，通过将普通收入转化为资本利得的合法税盾会让投资者获益。

为收入而投资的问题

我们看到，为了获得更多可用于开支的钱，人们要求得到更多的收入，要求公司管理者以支付更多红利的方式将资本利得转换成收入。这无助于提高投资者的回报，只增加了他们的应纳税款[⊖]。但是，对收入缴纳更高的税额只是为收入而投资的问题中的较小部分而已。

为收入而投资会导致更大的问题是因为对“收入”的关注会导致投资者选择错误的投资工具。收入工具——无论是短期债券、长期债券，还是优

⊖ 2007年，红利收入的最高税率为15%（与资本利得税率一样）。利息收入仍然按35%的（最高）普通收入税率纳税。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先债券——并不是为了帮你维持本金的购买力而设计出来的。它们被设计出来仅仅是为了因为使用了你的资产而要向你支付利息或红利。虽然（新发行债券或股票的）这些利息和红利的水平通常上升（与下降）以就通货膨胀率加利息率进行调整，但是国税局和公众都把这些看做收入。1980年，通货膨胀率为10%，利率为14%，国税局对全部的14%征税，人们花掉了所有税后收益。虽然如果他们要让自己资产的购买力完好无损的话，本金必须以10%的增长率增长以抵消通货膨胀的影响，但他们还是这样做。实际上，国税局对他们本金的10%征税，投资者花费了他们本金的10%。

普通股票是为保持你的资产的购买力而设计出来的。普通股代表了公司的所有权。公司董事会的义务之一就是把资金（以能盈利的方式）再投入公司。分配给股东的分红应该从再投资后的剩余收益中支付。然而，在许多情况下，股东对增加红利的要求非常强烈，以至于董事会将红利提高到抽取必要的资本金用来分红的程度。这要么会阻碍了公司的发展，要么会导致公司发行更多的股票以满足公司的需要。这些行为在电气行业中特别常见。

"保护本金——只花收入"只有在以下情况下才是有用的：

- 通货膨胀率接近于零，或者；
- 你投资了公司的普通股票，这些公司的董事会把在通货膨胀环境下维护公司的真实价值（因此，维护了股东所持股票的价值）看做他们的首要责任。

我们一直认为，正常的（税前）市场价值是：

- 短期利率大致等于通货膨胀率，实际收益率为0%～1%；
- 长期利率比通货膨胀率高3%；
- 股票的定价让股票能够提供比通货膨胀率高5%～6%的收益率。

你们中很多人对伊博森公司(Ibbotson Associates)公布的图表很熟悉。这些图表显示了自1925年以来股票、债券、国库券与通货膨胀的复合收益情况。伊博森最近就通货膨胀和税收对这些收益进行了调整。结果列在表6-3中[⊖]。

表6-3表明，债券的收益一直低于我们的估计，而股票则一直弱高于我们的估计。特别的是，无论是中长期债券还是国库券都没有提供显著的正收益。

⊖ 这一表格现在由晨星公司发布。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表6-3 复合年回报率1926～2006年

	扣除税收与通货膨胀前回报率	扣除税收与通货膨胀率后回报率
股票	10.4	5.1
债券	5.4	0.4
国库券	3.7	−0.7
通货膨胀	3.0	N/A

注：假设在1926年初投资1美元，每月纳税。假设市政债券没有资本利得。假定将收入进行再投资，并且没有交易费。本表只用作说明目的，并不表示任何投资。不能直接投资指数。晨星公司版权所有。2007年3月1日。授权使用。

在那80年间，既有许多收益颇丰的年份，也有大萧条、数次战争以及大部分让人们担忧的灾难。你唯一可以通过为收入而投资从而能赚不少钱的时期是大萧条时期与1981～1993年间。这两个时期现在都结束了。在其余的时间里，如果你是为了收入而投资，你保护不了你的本金（购买力）。我们相信现在也是这样。如果你为收入而投资，你将损失你的（部分）资产。

重新定义准则

这似乎颇具诗意——公众采纳基于一定时期与一定环境的经验法则，但在环境已经改变以后，他们仍然继续使用这一经验法则。华尔街以公众所需要的方式创造出了承诺能够给公众带来回报的产品，但是华尔街并没有告诉公众为了以这种方式带来回报，他们在放弃什么。媒体大肆宣扬这些在近几年来运作良好的战略。与此同时，政府也乐意对那些公众所钟爱的投资方式增加征税额。

这是房地产及其他避税资产的模式；这是最近可变年金（这种年金将资本利得转化成收入资本）的模式。这也向富裕的退休人员支付社会保障福利的净效应；许多这些效益最终将按遗产税率征税。

我们认为，投资者的唯一依靠就是将资产投资，以让（税后）资产增值。把这些资产中任何必须或者你希望的部分用于支出，以维持你的生活方式。根据你的目标和优先顺序将剩余的资产留给继承人或慈善事业。定期审查并进行调整，以因应变化着的市场，变化着的税法和变化着的私人目标及优先顺序。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人寿保险基础知识

本文最初发表于1996年1月出版的《米伦坎普备忘录》第37期。这是遗产规划系列之三的第三部分。本文说明了为什么米伦坎普不同意人寿保险和不可撤销信托方面为公众所普遍接受的那些看法。

作为专业投资者，我们的观点和结论在一些领域中与公众普遍接受的看法不一样。其中一个存在分歧的领域就是在很多财务规划中起着重要作用的人寿保险。以下我们将从投资的角度讨论人寿保险。

任何完整的人寿保险都分为两个部分。第一部分是纯粹的保险，就像一个定期保单。第二部分是一个储蓄账户（保险公司称其为现金价值）——储蓄账户相当于保单中在保险人预期寿命末期的死亡收益。随着储蓄账户的增长，纯粹保险部分资金的数量减少。（见图6-14）

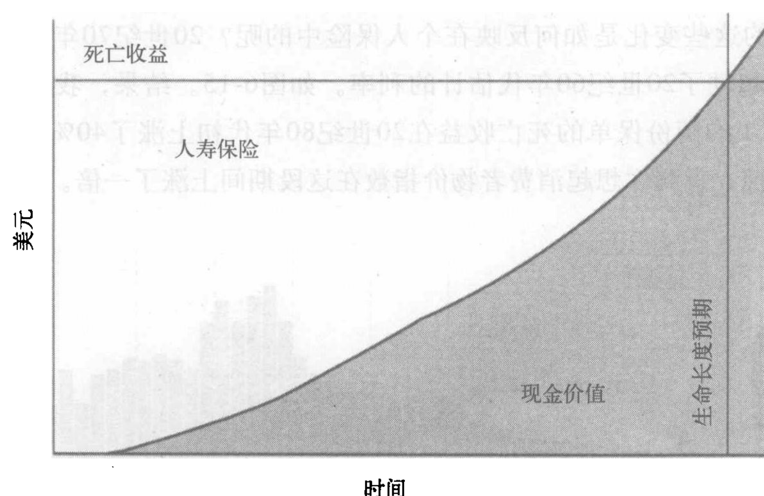


图6-14 全额寿险

保险公司估计它在人寿保单中所能赚取的利率，以确定建立储蓄账户所需的保险费金额。然后，他们再加上一个用以弥补受保人早逝风险所必需的保险费。这两项的总和就是每年的保险费。因此，保单说明是建立在保险费和假设利息率基础之上的。如果未来利率与估计利率一致，保单的现金价值将与保单说明中的金额相等。

但是，如果未来利率与估计利率不一致，那么保险公司将调整保险费或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者保单的价值以反映实际利率。在估计未来利率时，大部分保险公司使用的是一个与他们最近获得的收益率相似的利率。这个利率反映了那些他们已经购买并仍然持有的证券的收益率。由于公司每年并不更换手里的全部证券，因此他们对利率变动的反应常常是循序渐进的，在对市场变化的反应中具有一定的滞后性。当利率在20世纪70年代上涨时，这一滞后性由于公司不愿在亏损的情况下出售债券而被强化。由于利率自1981年以来已经下降，这一滞后主要由赎回保障条款决定。

保险公司持有的债券和抵押贷款都是可赎回的。**可赎回**是指发行这些证券的公司在利率下降的时候可**赎回**或再融资。随着在过去15年里利率下降，我们中很多人从对抵押贷款的再融资中获益。但是这种获益是以抵押贷款持有人——包括保险公司——的利益为代价的。大部分抵押贷款再融资已经完成，但是债券再融资仍在继续进行。这是因为大部分债券有5～10年的可赎回保护期，因此，这种可赎回滞后于市场变化5～10年。

利率的这些变化是如何反映在个人保险中的呢？20世纪70年代，利率上升，并超过了20世纪60年代估计的利率。如图6-15。结果，我在1964年和1970年买的两份保单的死亡收益在20世纪80年代初上涨了40%。这听起来令人吃惊，直到你想起消费者物价指数在这段期间上涨了一倍。

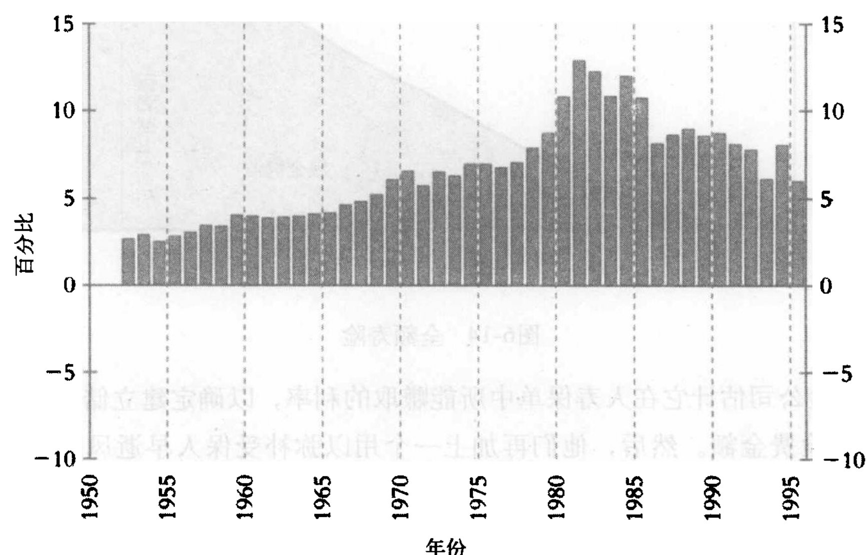


图6-15 长期政府债券名义利率，1952～1995年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是从1984年以来，利率下降到低于保险公司在20世纪80年代初估计的利率水平。如果你在10或15年前购买了一份全额人寿保险，在过去2～3年中你可能已经收到一份声明，该声明说保险公司需要更多的钱，或者他们将减少你的死亡收益。但是这份声明只反映了20世纪80年代初到20世纪80年代末利率的下降。自20世纪80年代末以来出现的利率下降意味着此后3～5年（由于赎回的滞后性），你将再收到一份声明说保险公司**又**要更多的钱。

那些从1985年开始购买人寿保险的人也会收到向他们索要更多资金的声明。而且，我们相信，有50%的可能在未来5～10年中将会出现第三次调整。我们估计，每次保单价值下跌的幅度为大约20%，**累计下跌**将达到40%～60%。

问题在于保单说明仍然使用过时的利率。我们最近收到一份保险推销书，该保险的现金价值说明是按给保险持有人8%的利率为基础计算的。但是它在注释中说，保险持有人实际得到的利率将是一个比保险公司从其投资组合上获得的收益少2%的利率。保险说明中的数字在它们被印制出来的当天就过时了。在其他任何行业中，这样的说明将被视为欺诈行为。

保单是按保险说明中现金价值的增长状况来销售的。最近几年中，信息披露情况得到改善，这些表格通常包括一个注释，保险持有人实际得到的利率比保险公司从其投资组合上获得的收益低2%～3%。因此保险公司在事先告诉你，你投资在保险公司的资产获得的回报率将比保险公司用**你的资金**获得的回报率低2%～3%。

由于保险公司投资的债券和抵押贷款的回报率通常比国库券的回报率高1%，因此投资保险公司获得的回报将比你干脆投资财政部长期债券得到的回报低大约1%～2%。

由此得出的结论是，任何投资于保险或者固定利率年金的资金每年获得的回报率都将比投资于公司债券的资金每年获得的回报率低2%～3%，这意味着将比投资国库券每年获得的回报率低1%～2%，也意味着比活期存款高1%，比公司股票每年低4%～5%。它**不可能**做得更好。把保险经纪的佣金考虑进来后，结果会更加糟糕。

如果你现在35岁，拥有很少或几乎没有资产，并且有人要靠你养活，那就购买人寿保险来防范早逝风险。我们强烈建议你购买定期保险。但如果你现在55岁，而且有足够的资产来照顾靠你养活的家人，你就不需要人寿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保险。在这种情况下，购买现金价值人寿保险不过是使你不能用自己的资金赚取不错的回报而已。我们认为这是一个糟糕的投资。

我们与公众普遍接受的看法存在分歧的第二个领域是使用不可撤销信托。（以下的评论不适用于可撤销信托。）使用不可撤销信托的原因有3个：

(1) 国税局作的如下规定：赠与慈善事业或继承人的资产必须是不可撤销的，才能符合慈善事业的扣减或满足从捐赠者的遗产中除去的有关规定。

(2) 捐赠者相信他们在有生之年只能花费“收入”，因此，他们相信必须将财产归在自己的名下。

(3) 从坟墓中控制资产的愿望，以保护不负责任的继承人免遭自己不负责任行为的危害，或者使继承人从捐赠者在投资方面的睿智中获益。

我们反对使用不可撤销信托因为它们是不可撤销的。信托可能不能适应世界和人们的变化。我们见过做了如下不可撤销规定的信托：

(1) 信托人为年迈或已去世的人。

(2) 银行的遗产管理机构，而银行遗产管理机构中的信托部门已经无能或者过于小心地保护本金，以致通货膨胀毁掉了资产。（参看我们的文章《为后代的遗产规划》，图6-13，B线。）

(3) 慈善机构，而慈善机构后来的管理者实施的政策与捐赠者的意图背道而驰。（亨利·福特二世辞去了福特基金理事的职位——福特基金是由他祖父的遗嘱设立的——出于厌恶。）

(4) 已经过时的投资。（我有一位大学同班同学，他富有的祖父注意到对良好公共交通的需求，于是规定他的资产必须永远投资于电车公司。他的孙子现在和我一样穷困。）

同时，在计算税收扣减中，国税局将所有慈善捐赠的价值折现到它的现值。我们已经看到，现值可能低至准备用于捐赠的资产的价值的5%。将准备未来用于捐赠的资产的5%现在进行捐赠会更有利于捐赠者与慈善事业。剩余的95%可以以与不断变化的世界相适应的方式进行投资（捐赠或者消费）。

我为什么喜欢单一税率

本文最初发表于1996年4月出版的《米伦坎普备忘录》第38期。这一年是大选年，史蒂夫·福布斯首次竞选总统。他承诺通过实施17%的单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一税率来振兴美国经济（被戏称为明信片税，因为它简单到可以将税表印在明信片上）。这使单一联邦收入所得税的想法受到全国瞩目。

我赞同单一税率的第一个原因是我自己缴税。虽然对于税收我有相当的了解，我的税收申报表也相当简单，但我仍然要花大半天填写税收申报表。这大半天的填报税表的工作为我、政府或者别的任何人创造不了任何价值。它不影响我的收入和税收。我只是花时间计算税收。而且绝不止我一个人是这样。

税收基金会估计，1994年，全国个人花了超过18亿小时填写税收申报表，企业花了超过36亿小时。对于最简单的税收申报表，国税局自豪地说，纳税人“只”需2小时42分钟就能填好1040EZ表。1040EZ的填表说明有36页。如果是单一税率，我用10分钟就可以填好“建议中的单一税表”。如图6-16。

Form 1	Federal Income Tax		1996
First Name	Last Name	Occupation	Social Security Number
First Name of Spouse (if applicable)	Last Name	Occupation	Spouse's Social Security Number
City	State	Zip Code	

1. Wages, Salary and Pensions	1.
2. Personal allowance	
a. $25,200 for a married couple filling jointly	2a.
b. $13,100 for a single person	2b.
c. $17,200 for a single head of household	2c.
3. Number of dependents, not including spouse	3.
4. Personal allowance for dependents (line 3 multiplied by $5,300)	4.
5. Total personal allowances (line 2 plus line 4)	5.
6. Taxable wages (line 1 less line 5, if a positive number; otherwise zero)	6.
7. Tax (17% of line 6-multiply line 6 by 0.17)	7.
8 Tax already paid	8.
9. Tax due (line 7 less line 8, if positive)	9.
10. Refund due (line 8 less line 7, if positive)	10.

图6-16 建议中的单一税表——1996年

我喜欢单一税率的第二个原因是它并不是单一的。销售税是单一税率。在宾夕法尼亚州，州销售税率为6%。花3万美元购买一辆凯迪拉克要缴纳6%的税，即1 800美元，这是花1.5万美元购买一辆雪佛兰轿车所要缴纳的900美元税收的两倍。消费越多，税收也越高——税收成正比例增加。房地产税也是单一税率。在同一地区，房主们按相同税率根据他们的房地产的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评估价值缴纳税金。住的房屋越大，支付的税收相应越多。

但是，作为建议提出的单一收入所得税率为纳税人提供了个人抵扣，纳税人不用对抵扣纳税，这使单一税成为累进税。一个年收入3.68万美元的四口之家不用纳税。一个年收入7.36万美元的四口之家对第一个3.68万美元的收入免纳税金，对剩下的3.68万美元缴纳17%的所得税。这相当于对他们的全部收入按8.5%的税率纳税。同样，年收入为11.04万美元的四口之家对7.36万美元缴纳17%的所得税，等于按11.33%的税率对全部收入纳税。以此类推（见图6-17）。

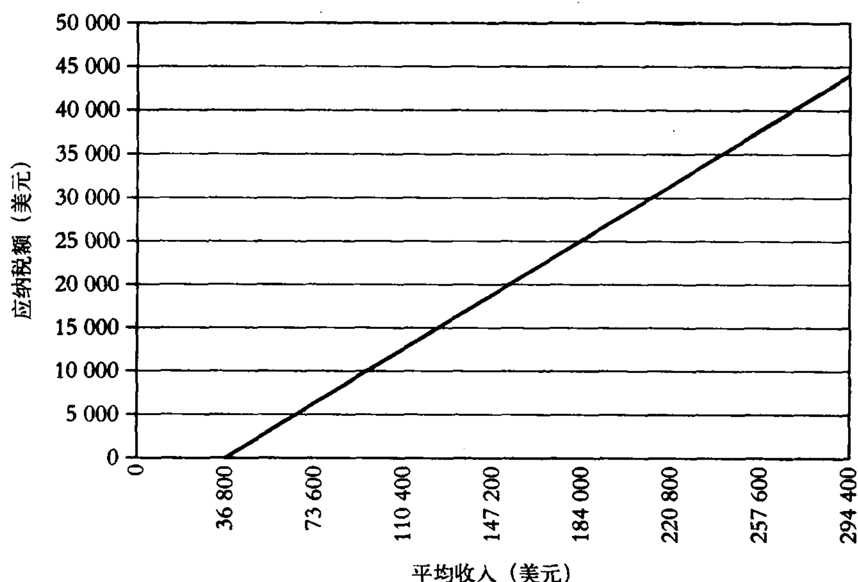


图6-17 四口之家的单一税率纳税额

但是，我喜欢单一税率的主要原因正是政治家们所不喜欢它的原因。当规则十分明确时，就不容易欺骗公众，也使政治家们更难制定让公众中部分人不用欺骗而少纳税的做法合法化的这种规则。两百年前，联邦主义议文集的作者们警告说：

> 如果法律太庞杂以致无法阅读，或者彼此间不一致以致无法理解，那么对人们来说，即使法律是由他们自己选举出来的人制定的，也没有什么用处。

这一警告仍然有效！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售税的计算简单直接。几乎没有人在销售税上作弊。房地产税也很直接。为了少缴房地产税，人们常常在房产的估值上打主意，房产估值是计算应纳税款中需要运用判断的地方，是计算税金的一部分。当税法很复杂时（《联邦所得税法典》超过1万页），雇用律师寻找法律中的例外是值得的。当税法很复杂时，雇用政治家把例外写进法律中也是值得的。

下面是反对单一税率的四个常见的理由：

(1) 有钱人不会缴纳足够的税金。真正的有钱人不需要应税收入——他们拥有资产。他们可以靠他们的资产过活，也可以靠投资免纳收入税的市政债券过活。所得税并不对有钱人收税；所得税只对那些想要变富的人收税。

(2) 高收入的人们不会缴纳足够的税金。里根当选总统时，最高边际税率为70%。因为该税率，很多高收入的人使用各种方法（避税投资、工资延迟计划等）来降低应纳税额。有一天，我问两位做医生的客户他们花多少时间当医生，花多少时间避税。他们回答道："我们每周大约花一天时间避税。"这是多么令人难以置信地浪费时间与才华啊！

随后里根降低了最高税率，避税方法变得没有意义。医生们又回去做他们的全职医生。他们赚了更多的钱，结果缴纳的税款比里根降低税率前缴纳的多。很多其他高产出的人也这样，这给我们带来了20世纪80年代的经济景气。景气的经济给美国联邦财政部带来的税收收入远远高于减税前的税收收入。

同样，当资本利得的最低税率为20%时，我们告诉客户忽视投资中的税收。由于老布什和克林顿的加税政策，一般收入的所得税税率已经上升到39.6%，资本利得税率为28%。结果，高收入者和投资者改变了他们的行为，美国经济的增长速度下降。

(3) 失去抵押贷款减免会导致房屋价值下降。这是纯粹的无稽之谈！与免除利息收入税相适应的抵押贷款减免的失去将导致抵押贷款利率下降至市政债券利率水平。抵押贷款利率太高的原因是收到利息收入的人必须为利息收入纳税。这一理由在里根减税前就提出来过。房产价格没有下跌，但抵押贷款利率下降了。

(4) 人们将不那么愿意向慈善机构捐赠。这更是无稽之谈！人们给慈善机构捐赠是因为他们相信博爱，还因为他们有钱，而不是因为税收减免。20世纪80年代初，这一理由在里根减税时也提出来过。就我个人所知，麻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

省理工学院、宾夕法尼亚州州立大学以及杜肯（Duquesne）大学在20世纪80年代都开始过跨年度的激进性基金募捐活动。得到的反应很好，以至于他们都提前完成了最初的目标，并提高了他们的募捐目标。总体而言，慈善捐赠在20世纪80年代达到了历史最高点。

如果你对其他人关于单一税制的观点感兴趣，你可以参阅以下几本书：

《单一税制入门：关于单一税制对经济、政府和你的影响的无党派指南》，作者是《华尔街日报》的道格拉斯·西斯与汤姆·赫曼（维京出版社，1996年出版）；

《单一税制：自由、公平、就业和增长》，作者是遗产基金的丹尼尔·米彻尔（勒格内利出版社，1996年出版）；

《单一税制：单一税制将为你、你的国家以及你的钱袋子做些什么相关事实的公民指南》，作者为联邦众议院议长狄克·阿米（拜兰庭出版社，1996年出版）；

《释放美国的潜力》，全国经济增长与税收改革委员会编（圣马丁出版社，1996年出版）。

政府支出的问题

本文最初发表于1996年10月出版的《米伦坎普备忘录》第40期。这是一个大选年。鲍勃·多尔和杰克·坎普作为共和党的总统副总统候选人搭档，与现任总统克林顿和副总统戈尔角逐白宫。与任何大选年一样，人们就税收和政府支出进行了大量的讨论。但是这些讨论通常变成政治攻击和变到口号战中，而不是加深对经济基础问题的真正理解。因此，本文中米伦坎普就税收、联邦支出以及二者对经济的影响提出了自己的观点。

当鲍勃·多尔赢得共和党总统提名时，这似乎是老布什式共和党保守派的胜利与罗纳德·里根式共和党新生派的失败。对于本次选举周期，共和党内的争论似乎已经结束了。然后，多尔提出将所得税率降低15%，并提名杰克·坎普作为他的竞选搭档。这一决定似乎以有利于共和党内新生派与小政府的方式解决了（共和党内部的）争论。

在此基础上，我重新燃起了如下希望：总统竞选将关注规模较小的联邦政府的好处。我认为应该把理由直接摆到美国人民面前。但是到目前为止，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我对他们提出来的理由感到十分失望。因此，我尝试提出自己的理由。我的理由分两个部分。第一部分着重于谁能更好地使用我们的钱：是联邦政府，还是公民个人。第二部分着重于怎样才能赚更多的可供公民与联邦政府开支的钱。

谁能更好地使用我们的钱

1980年，我花了一个下午与大学室友麦克和他的妻子辛迪在一起。辛迪和我发生了争论，麦克总结我们的争论说："米伦坎普，你认为，同华盛顿特区的一个受过良好教育的好心人替他作决定替他花钱相比，普通人——他可能很愚蠢——能更好地为自己作决定能更好地花自己的钱。"我说："完全正确！"他接着说："辛迪，你认为，同让普通人花自己的钱相比，华盛顿特区的一个聪明、受过良好教育的好心人能够把他的钱花得更好。"她说："没错！"麦克对我们的争论总结得再好不过了。

克林顿总统的医疗保健计划基于他的如下信念：华盛顿特区的政治家们比我们能更好地使用我们的钱。在他为期4天的前往芝加哥参加民主党全国代表大会的火车之旅中，出于上述信念，他提出每年新增80亿美元的联邦开支。多尔现在说："我相信/信任美国人民比政治家们能更好地花自己的钱。"（是的，这是从他过去多年来在国会的投票和行动上的一个大转变。）因此，问题是：你认为谁能更好地使用你的钱。我认为，从经济学角度看，这个问题与其说是一个知识多少的问题，不如说是一个动机问题。无论知识多少，能最好地使用自己的钱的人就是每个人自身，因为当个人使用他自己的钱的时候，他会有更好的动机去赚更多的钱。让我解释一下。

我们如何才能最好地赚更多的钱来消费

政府支出的问题在于政府一文不名。政府花费的每一美元都必须以某种方式筹集——通过税收或者通过借款。对以借款弥补联邦赤字，我们已经经常听说，但对以税收弥补联邦赤字，我们没怎么听说过。对我们大多数人来说，我们看到的只是我们每年的报税表与表W-2上的税收。表W-2列出了我们的总收入以及社会保障抵扣（FICA）、州税与地方税。这只是税收问题的一部分。

另一部分是雇员从没见过的雇主支付的税收。表6-4展示的是一个年总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收入3.6万美元的W-2数据。表6-4还展示了雇主为FICA、各种失业税、医疗保健等等支付的金额。正像你看到的那样，雇员带回家28 521美元，雇主就要花费43 128美元。具体地说，我儿子带回家1美元，我（他的雇主）就要花费1.51美元。因此，他必须为我生产1.56美元的价值。这5美分是我雇用他的回报。（事实上，美国经济的平均薪金收益在5%～6%。）

表6-4 就业成本（W-2表，已婚，两个小孩）1996年1月

（单位：美元）

雇员抵扣		雇主成本	
薪水总额[①]	36 000.00	薪水总额	36 000.00
FICA	2 754.00	FICA	2 754.00
联邦扣除额(无豁免)	3 696.00	健康保险	4 207.32
州扣除额	1 008.00		
PA州失业税	10.80	失业税	167.52
职业税	10.00		
雇员净薪	28 521.20	雇员给公司造成的成本	43 128.84

① 基于美国家庭收入中值。

如果雇员不能生产1.56美元的价值，他就会失业。因此鼓励创造就业机会的方式是允许雇主保留这5美分。如果通过税收拿走了这5美分，你也通过税收拿走了工作。在20世纪70年代，我们以税收拿走了5美分（通货膨胀提高了收入所得税，政府提高了社会保障税），于是企业所有者停止雇用员工。

尽管里根没有削减联邦支出，他削减了税收，鼓励大家挣更多的钱（顺便说一句，也鼓励我们缴更多的税）。因此，这个问题变成了“什么样的规则能给人们提供更大的动力去赚更多的钱——以及如何有效地使用钱？”我注意到以下几点。

人们有3种工作速度：

(1) 他们为不能/不会解雇他们的人工作，通常是政府；

(2) 他们为可能解雇他们的人工作，通常是企业；

(3) 他们为自己工作。

人们有4种消费模式：

(1) 为他们自己（私人经济）花他们自己的钱（他们自己挣的钱）；

(2) 为别人（民间慈善）花自己挣的钱；

(3) 为自己花别人的钱（如参议院的办公楼建筑项目）；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(4) 为别人花别人的钱（政府的项目）。

基于以上观察，我认为个人和国家财富的生产只发生在私有（非政府）市场，因为当政府参与进来时，人们的工作动力将会下降，而支出的效率会下跌。

最明显的例子是在粮食生产和农业政策方面。消费者愿意花钱买食物，因此愿意出钱让农民生产粮食。只有政府愿意出钱给农民让他们不种粮食。通过提供不生产商品和服务的动力，政府积极地减少了国家的财富总额。

小结

那么政府支出的问题是什么呢？它将资源从私有部门（放慢经济，减少就业）转移到工作动力缺乏、支出效率低下的政府部门。它假设华盛顿的好心人能比我们更好地使用我们的钱，但是政府支出没有任何激励经济的效果。哪一个更可能让你加班：不错的住房、轿车，还是假期，亦或是支付更多的税收以便政府可以买一艘新船，建一座新桥？

编者的话

我们已经更新了就业成本表（表6-5)。你会发现与原来的表相比，它有一些变化。首先，美国家庭的收入中值已经从1996年的3.6万美元增加到了2006年的4万美元。我们还在雇主成本项下增加了养老金与红利缴款计划。这些在最初的文章中都没有涉及，但在雇员被雇用一年之后，这些成为雇用成本的重要组成部分，所以它们包括在表6-5中。虽然（如同健康保险一样）它们都是员工福利，但它们并不在雇员的净薪中，因此对大部分员工来说并不明显。

更新的数据表明，就业成本从1996年以来已经上升。1996年，雇员每拿回家1美元的薪水要花费雇主1.83美元，因此雇员必须为公司赚1.92美元（记住，雇主要得到5美分)。2006年，雇员每拿回家1美元的薪水要花费雇主2.12美元，因此雇员必须为公司赚2.23美元。从1996～2006年的变化部分是因为税收，部分是因为医疗保险成本。

如果我们希望美国经济增长，希望减少失业，我们就必须降低雇用成本。我们必须让雇员留下足够多的收入以使他们继续充分发挥潜力。我们必须让雇主留下足够的利润以让他们创造出新的工作机会。更多的工作意味着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更多的收入，这反过来意味着更多的所得税收入（即使按更低的税率征收）。因此，保持较低的就业成本不仅能促进经济增长、减少失业，也会为政府创造更多的收入。

每过四年，随着民主党与共和党争夺我们的选票，关于税收和支出的讨论就会成为关注的焦点。这意味着我们——选民——必须告诉政治家们，谁能更好地使用我们的钱，怎样才能产生更多的钱以供开支。这些问题至今没有解决。

表6-5 更新后的就业成本（W-2表，已婚，两个小孩）1996年1月

（单位：美元）

雇员抵扣	1996年1月	2006年1月
薪水总额①	36 000.00	40 000.00
FICA与医疗关怀	2 754.00	3 060.00
联邦扣除额（无豁免）	3 696.00	4 056.00
州扣除额	1 008.00	1 228.00
PA州失业税	10.80	36.00
职业税	10.00	10.00
雇员净薪	28 521.20	31 610.00
雇主成本		
薪水总额	36 000.00	40 000.00
FICA与医疗关怀	2 754.00	3 060.00
健康保险	4 207.32	13 765.20
失业税	167.52	266.94
养老金缴款②	3 600.00	4 000.00
红利缴款③	5 400.00	6 000.00
雇员造成的公司成本	52 128.84	67 092.14

① 基于美国家庭收入中值。
② 基于法律许可最高额：薪水总额的10%。
③ 基于法律许可最高额：薪水总额的15%。

对未来的思考

本文最初发表于1997年1月出版的《米伦坎普备忘录》第41期。

本地一家报社邀我写一篇关于未来的小文章。

未来是美好的！未来是美好的，因为世界上大部分人口都在采纳更自由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的市场经济体制。在亚洲、欧洲以及南美洲的很多地区，从计划经济体制向市场经济体制的转变现在已经不可逆转。

在自由市场，消费者就是上帝。每个人都能选择是否购买，购买什么，按什么样的价格购买。没有任何生产者可以强迫消费者购买其产品。相反，生产者必须相互竞争，以获得顾客的光顾。这种竞争可以采取多种形式，但是它的目的都是为消费者的需求服务。正是因为这样，自由市场的价值才能实现。

自由市场的真正价值在于它激励每个人为同胞提供服务。如果你满足了同胞的需求，他会付钱给你。如果你不能满足同胞的需求，没有人会付钱给你。因此，使你自己在经济上得到改善的途径就是向其他人提供别人需要的商品和服务。事实上，你可以通过提供别人需要的东西而让自己致富。而且，你**只能**通过提供别人需要的东西而让自己致富。不管你提供的是新的或是充满创造力的商品和服务（从微波炉到互联网）或者以更低的价格提供现有的商品和服务（读读山姆·沃尔顿的自传），个人经济成功的标准是他满足他人需求的程度。作为消费者，我只会付钱给那些提供了我所想要的东西的人。作为生产者，我只能从那些我提供了他们需要的服务的人那里得到付费。

因为一些消费者对动机的选择与我不同就批判他们是目光短浅的做法。自由市场中的每项商业交易都有双重结果。买方得到了他选择的商品，卖方因为提供了商品和服务而得到买方支付的价款。买方确定了交易日程，因为在他购买商品前，他要选好商品，否则商品就会烂在货架上。因此，消费者对生产什么有最终发言权；对生产者来说，只有那些对消费者来说有价值的商品与服务才能给他们带来回报。

这些消费者驱动的自由市场的规则没有地域或政治界限。没有任何美国人是被强迫去购买索尼电器或者丰田汽车的。我们买这些商品都是心甘情愿，因为我们认为它们给我们带来了更好的价值。在自由市场中，没有人被强迫购买波音的飞机，可口可乐的饮料，或者英特尔的电脑芯片。消费者购买它们是出于自愿，因为他们认为这些能让自己获得更好的价值。随着越来越多的人们参与自由市场，我们都会得到我们自己生产的更多的价值。

大部分对自由市场的关注一直集中在由消费者驱动的持续不断的变化所导致的生产商/工人的失业问题上。这一关注存在两个主要的缺陷，它忽略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了所有的工人也是消费者这一事实，它注重的是过程而不是结果。过程可能是痛苦的，但它只是暂时的。在美国，我们已经取得了堪称典范的效果。每一代人的生活水平都比上一代有提高，这将持续下去。我们必须改进的是我们用以帮助人们度过这一过程的方法和态度。

第二个关注的焦点是它不能一次性满足我们所有的愿望。但是这只是一个简单的优先次序的问题。亚伯拉罕·马斯洛在1954年出版了一本著作中将人类的需求分为不同层次。在最基本的食物、住房、安全需求后，他列出对爱、尊严、自我实现的需求。他进一步说："随着每个需求得到满足，下一个高层次的需求将支配意识功能。"今天在美国，满足我们每个人对食物、住房和安全等的基本需求已经不是什么难事。任何愿意并且能够工作的人都能得到这些。与马斯洛的人类需求等级理论一致的是，对于大部分人而言，对人类需求的讨论已经转移到爱与自尊这些更高的层次。

例如，以人类对环境的关注将永远从属于食物、衣物和住房。只有在这些需求都得到满足（我们认为这是理所当然）之后，我们才能考虑第二层次的需求。这就是为什么美国今天的空气和水比过去更清洁的原因。正是美国的繁荣将清洁的空气和水提到了公众意识的主导位置。经济繁荣并不能解决所有的问题，但是它确实提供了解决其中很多问题的手段。

我们尚待解决的问题是我们还没有学会接受繁荣。我们经济福利进步的速度已经超过了那些关于如何处理自由支配的时间和金钱的社会理论的发展速度。我们对待工作的态度还停留在工作是份苦差事的时期。在大多数行业中，我们已经摆脱了苦差事，但还没有摆脱那种对待工作的态度。我们忘记了如下事实：有用的工作也是服务他人的途径之一，也是自尊的主要来源之一。我们常常教导年轻一代说：如果是有用的，则称其为工作并且避免它；如果是无用的，则称其为游戏并且追求它。然后，我们抱怨他们没有自尊心。我知道，许多人在工作中找到了快乐。在我知道的人中，没有人在政党游戏中找到快乐和自尊。如果人们能正确理解的话，追求经济的繁荣和人类的自我实现是互补的。

为什么美联储提高了短期利率

本文最初发表于1997年4月出版的《米伦坎普备忘录》第42期。美联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

储刚刚上调了短期利率以应对对通货膨胀的担心。一些人预期将出现通货膨胀，因为GDP在增长。根据凯恩斯经济理论，GDP的增长会导致通货膨胀。与凯恩斯经济学对立的学派，即古典经济学理论，认为印发钞票导致通货膨胀。由于1997年GDP增长了，而政府并没有印发钞票，因此这是分析这两个理论的良好时机。

最近美联储的行动与经济学理论中关于通货膨胀根本原因的争论巧合在一起。在过去一年的每一期通讯中，我们都提及了这一争论，这一争论将继续占据股票和债券市场舞台的中心。6个月前，我曾写道：

争论的问题是："经济增长导致通货膨胀吗？"凯恩斯经济理论认为，经济增长导致通货膨胀。古典经济学理论认为只有纸币的印发才会导致通货膨胀。如果你是在30～40年前学的经济学课程，很可能你学的是（经济增长导致通货膨胀的）凯恩斯理论。我学了经济学课程，而且这些课程教给我的正是凯恩斯理论（我现在53岁）。大部分现在是"首席经济学家"的人学的也是这一理论。

过去30年中的经济学历史已经证明经济增长并不导致通货膨胀。特别是保罗·沃尔克和里根在1979～1982年所作的政策转变已经表明，是货币增长而不是国内生产总值（GDP）导致通货膨胀。但是这一证据还没让许多经济学家改变他们的看法。

最近对该理论的完善认为，超过2.5%的年增长率将在18个月之后导致通货膨胀率的上升。现在美国经济已经以超过2.5%的增长率增长了18个月（这就是为什么这个问题现在处于争论的前沿和中心位置）。因此，凯恩斯派经济学家一直预期通货膨胀率将上升，并已预言利率将因此而走高。具体地说，摩根士丹利公司的首席经济学家一直预测，到1997年年底美国长期国债利率将达到8.5%。

相反，帝杰公司（Donaldson, Lufkin and Jenrette，DLJ）的首席经济学家预测到1997年年底，长期国债利率将只有4.5%（部分基于经济增长不会导致通货膨胀的信念，部分基于对1997年经济衰退的预期）。各位，这是多么大的差别！如果利率达到8.5%，1995年12月31日价格为1 000美元、票面利率6%的30年期国债在1997年年底的价格将只有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

740美元。如果利率下降到4.5%，同样的30年期国债的价格将上涨到1 230美元。同样，1995年12月31日价格为620美元的标准普尔500指数到1997年年底将可能下降至550美元或者飙升至850美元。因此，结果远非学术问题而已。

一个有趣的旁注是，这些预测都是在1996年年初基于大约两年的时间跨度作出的。两年的时间在经济学里是很短的一段时间，但对股票市场和债券市场来说却是很长的一段时间。两年的时间长到足以让市场由于希望或恐惧摆到一边，然后又由于现实而摆到另一边。

1996年上半年，长期国债的收益率从6%上升到7.25%，而价格从1 000美元下跌到850美元。我们认为这一变化是由于对通货膨胀的担忧，这与凯恩斯理论一致，证据包括当7月5日政府宣布GDP在第二季度增长4.6%时，债券价格和股票价格下降了2%。

在整个1996年的头9个月中，公布的经济数据显示的状况不明确，以至于双方的经济学家都认为没有必要改变自己的预测——直到现在。第一次变化出现在10月4日，当天公布的就业人数减少（失业率上升），摩根士丹利的经济学家将第三季度GDP的增长率降低至2%，第四季度为4%（原来预期为每季度3%），并将1996年的利率预期从8%以上降低到7.25%以上。当天，债券市场上涨超过1%，股票市场也上涨1%。1996年剩下几个月的经济数据成为决定哪个理论将被接受的关键。我们相信古典经济学理论（经济增长不会导致通货膨胀）将再次得到确认，相信利率将会下降，相信将注意力集中在个股上的股票市场也会有良好业绩。请继续关注我们的评论。

自我们在1996年10月写了上述文字后，GDP增长比预测的更快，第四季度的增长率达到大约4%，但是公布的数据中通货膨胀率并没有升高。不过，强劲的GDP增长数据重新引起了对通货膨胀的担心，从而再次导致美联储提高短期利率的压力。美联储在1997年5月25日将利率提高了0.25%。美联储将这一行动称为“先发制人”。

第四季度强劲的GDP数据也导致DLJ的经济学家将他们的预测延长3～6个月，但是没有改变他们的结论。摩根士丹利的经济学家也延长了他们的预测。因此，双方的经济学家都延长了他们的预测时间长度，但是都没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

改变他们完全对立的预测。GDP的强劲增长和对通货膨胀升高的担心还导致了长期国债利率从年底的不到7%上升到7.10%～7.15%这一区间，但仍低于1996年（曾三次上升到）的7.25%。

通常情况下，对0.25%～0.5%的利率的差别我们并不怎么担心，坦率地说，我们并不认为目前这种规模的改变会对经济产生多大的影响。但是在现在这种均衡增长与股票价格公允的环境下，许多市场参与者关注美联储的行动和长期利率，将它们作为市场下一个短期行动的风向标。总之，现在，人们认知到的信号可能比现实更重要。

第二次世界大战以来，美国经济每次出现衰退之前美联储都提高了短期利率（尽管并不是每次提高短期利率之后都随后出现了经济衰退），而且每次股票价格大幅下跌之前美联储都提高了短期利率。我们相信，我们必须尊重这一历史事实与凯恩斯理论（以及与理论相对的货币量），直到我们看到进一步的证据表明通货膨胀并没有升高。

我们密切关注的两件事是长期利率和公众的住房消费。长期利率直接反映了对通货膨胀的担忧。美联储上调短期利率就是为了遏制通货膨胀及对通货膨胀的担心，这最终将导致长期利率的下降。当美联储在3月将利率上调0.25%时，由公开市场决定的长期债券利率上涨了大约0.125%。

那些购买房产的人做出的决定部分是依据于抵押贷款利率，这一抵押贷款利率通常与其他长期利率同步变动。自1990年以来，我们已经发现，当抵押贷款利率超过8%（抵押贷款利率刚刚超过8%）时，公众就会减少住房消费。一旦这种现象再次发生，长期利率就不会上涨太高。

同时，我们继续寻找那些我们愿意拥有的公司，确定购买这些公司股票时我们愿意支付的价格，并在价格符合我们的要求时投入我们的资金。

2007年更新

图6-18的上半部分显示的是国内生产总值（GDP）的增长率和消费者物价指数（CPI），即通货膨胀率，在下半部分我们绘制了3月期国库券利率（短期利率）、20年期国债的利率（长期利率）和30年期的抵押贷款利率。正如你看到的那样，1996～1997年间发生的争论只是1999～2000年的序曲而已。

1997年，尽管GDP增长率一直保持在3%之上，通货膨胀率并没有上升，而是下降了（这与凯恩斯理论相反）。通货膨胀的下降使长期利率到1998年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年底下降到5.5%（尽管不是DLJ经济学家预测的4.5%）。抵押贷款利率也随着长期国债利率而下降。

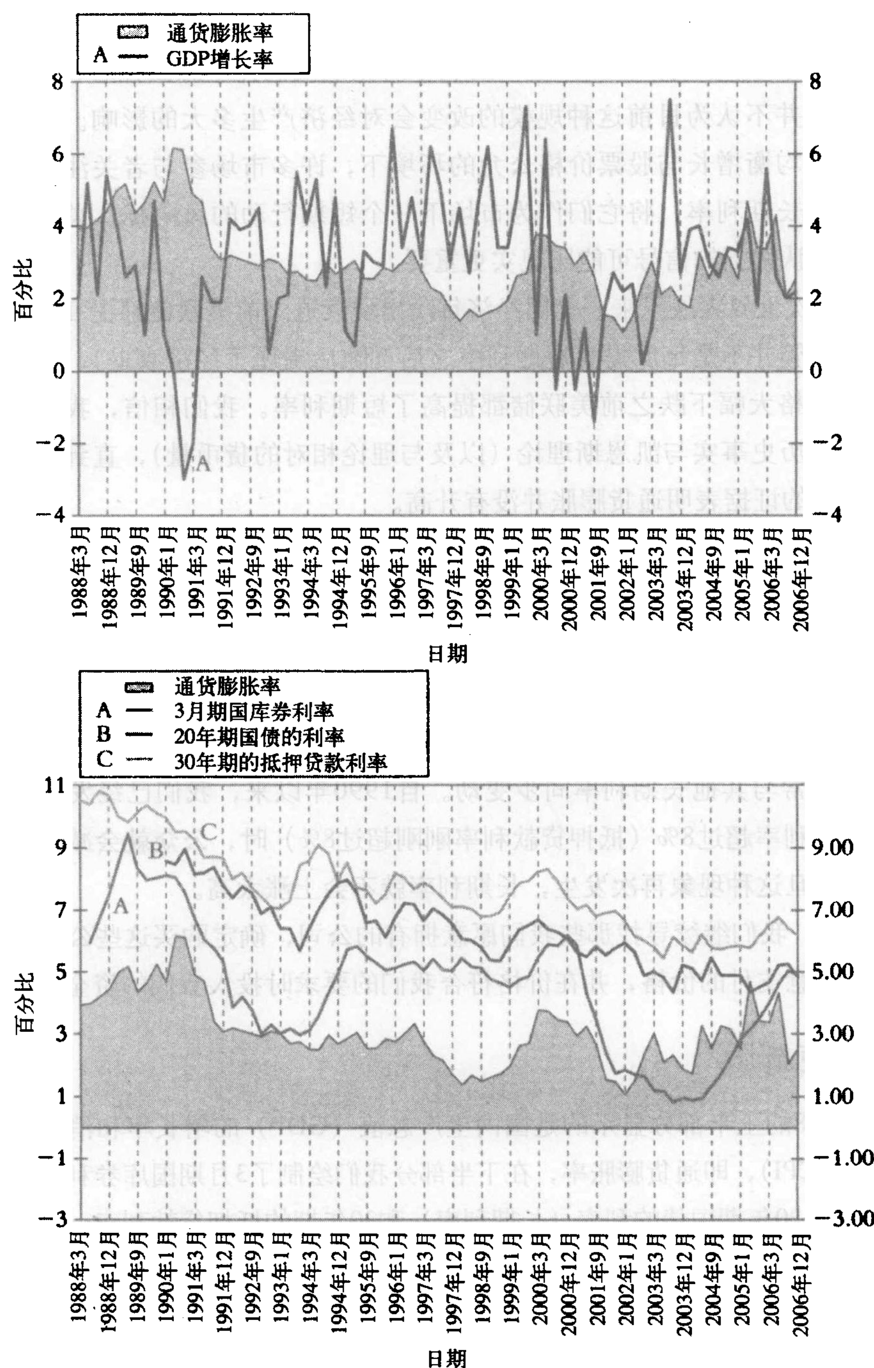


图6-18 通货膨胀率、GDP增长率与利率，1988～2006年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1999年，通货膨胀率确实上升了，并导致了长期利率和抵押贷款利率的上升。为了应对通货膨胀，美联储在整个1999年与2000年初一直在上调短期利率。然后，随着GDP增长率的下降，长期利率走势反转过来而开始下降，虽然短期利率和通货膨胀率在继续升高。让我解释一下原因。

1999年，美联储主席阿兰·格林斯潘差不多明确地表示，他宁愿让经济陷入衰退，也不愿让通货膨胀率上升。因此，一旦市场相信不用担心通货膨胀（美联储不会让通货膨胀失控），（由市场决定的）长期利率就将下降，虽然（深受美联储影响的）短期利率仍然在升高。 抵押贷款利率随着长期利率下跌，只是时间上滞后一点。

本文最初发表至今已有10年，而通货膨胀（除在1999年稍有上升之外）始终保持在2%～3%的水平。美联储兑现了它的承诺：控制住了通货膨胀。长期利率事实上下跌到了DLJ经济学家所预测的4.5%的水平。

那么我们从中学到了什么？第一，（认为是货币的过度供给导致通货膨胀的）古典经济学理论比凯恩斯理论能更好地帮助我们理解通货膨胀和利率。第二，投资者所看到的月度经济数据变化很大，足以为债券和股票市场上的短期波动创造大量机会。因此，除非投资者具有长期的投资视角并且确信应该听从哪一种经济理论，否则很容易在市场中大败而归。

第三，后见之明具有欺骗性。我们必须记住投资是实时行为，在作投资决策时投资者没有后见之明这种奢侈品可以享受。如果有后见之明，我们就会知道美联储1997年的行动并没有多大的意义；如果有后见之明，我们就会知道美联储1999年的行动预示着经济衰退。但是**在当时**，投资者怎么能判断正在发生的事情到底会产生什么影响呢？投资者又怎么知道该听谁的话呢？这也就是为什么成功的投资者需要充分理解经济和市场是如何相互作用的，从而能够在喧嚣的争论中屹立不动，在市场中立于不败之地。

我们将在第9章中对如何实时解读经济作更多的讨论。

《华尔街股市投资经典》评论

本文最初发表于1997年7月出版的《米伦坎普备忘录》第43期。米伦坎普的一位朋友请他为詹姆斯 P. 欧沙那希所著的《华尔街股市投资经典——经典投资战略指南》一书写篇书评。米伦坎普在评论中指出了投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资界在评估投资策略时常犯的错误。

一位朋友让我为詹姆斯·P. 欧沙那希所著的《华尔街股市投资经典》一书写篇书评。该书今年（1997年）由麦格劳－希尔出版社出版，副标题是“经典投资战略指南”。以下是我的评论：

(1) 这是本有用的书——有大量的数据。

(2) 这本书范围有限——关注的中心是主标题中的“华尔街”，而不是副标题中的“投资策略”。

(3) 这本书都是后见之明。它应该叫做《本可成功的华尔街股市投资策略》。

(4) 这本书的作者只是简要地提及了他数据中最有意思的部分，然后就把它们束之高阁了。

以下我将逐个展开我的评论。

数据充分。作者使用标准普尔Compustat Active and Research 数据库1950～1994年的数据，从而提供了44年的年收益数据。作者考虑了可能降低大部分其他研究可靠性的各种偏差（例如幸存者偏差和通货膨胀）。同样重要的是，作者具体说明了该书是使用这些数据的。他然后用市值和大量流行的投资策略对数据进行了分析。仅仅是那些分析得出的表格就让该书值得一买。第4章——该章按市场价值列出了年收益率——是任何投资于小型股票的投资者的必读部分，因为作者在本章中说小型股票的长远业绩高于其他股票。

欧沙那希发现，小型股票的出众业绩来自市值小于2 500万美元的股票。即使小型股票基金投资的股票的市值也平均超过2 500万美元市值的10倍。

范围有限。本书只分析股票。诚然，这是书名给它的权力，但在过去44年中的不同时期，房地产、黄金、债券、存款凭证、中国陶瓷、石油和天然气以及其他都曾是回报最高的投资工资。我提到这些更多地是作为提醒，而不是批评。如果有数据的话——对此我表示怀疑，对这些数据作同样的分析也能写成一本有用的书。

本书都是后见之明。我相信沃伦·巴菲特说过的一句话：“如果未来是过去的重复，那么所有的图书馆员都会成为富人。”这本书应该叫做《本可成功的华尔街股市投资策略：假如44年前我有一个水晶球》。但是水晶球也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还不够。从实际的角度来说，只有在当时可以被发现的盈利策略才是有用的，只有该策略具有足够强大的理论基础让投资者在当时对它相信到足以投入自己的资金。否则，说低价销售额比策略是一个有用的策略并不比说“我本应该买可口可乐”高明多少。

欧沙那希忽略了先前别人在确定“最成功的投资策略”方面所做的努力。这些努力包括理查德·布雷利（Richard Brealy）所著的《普通股风险和收益》和《竞争市场中的证券价格》，这两本书由麻省理工学院出版社分别于1969年和1971年出版。诺曼·弗斯贝克（Norman Fosback）著《股票市场逻辑》最初出版于1976年，这是一本对股票市场指标、计量经济学和股票选择理论进行理性、全面评述的著作。该书最后以“完整的金融管理系统”结束。如果欧沙那希的暗含前提——过去有效的策略在未来也有效——是对的，那么，描述华尔街成功投资策略的《股票市场逻辑》一书应该已经提供了通向财富的钥匙。弗斯贝克现在出版《共同基金杂志》。读一读他对本书的评论应该很有趣。

然而，我真正的批评是：**这本书没有很好地利用它所提供的数据。**欧沙那希的结论是以全部44年的结果为基础的。但是在第144页，欧沙那希用表格显示了以下投资策略的“10年期复合年回报率”：卖空高市盈率并买入低市盈率股票、卖空高价格/账目值比股票并买入低价格/账面值股票、卖空高价格/销售额比股票并买入低价格/销售额比股票、卖空高价格/现金流比股票并买入低价格/现金流比及高收益率股票。

浏览一下这些表格我们就会发现，没有哪一个策略在连续两个年代中都是最佳策略的。茫茫股海中，20世纪50年代的最佳投资策略是**低**价格现金流比策略，60年代是**高**价格现金流比策略，70年代又回到**低**价格现金流比。注意，每个年代的最佳策略恰好与上个年代的最佳策略**相反**。如果有人使用从欧沙那希的方法与数据中得来的策略进行投资，那么10年后，他们将发现他们的策略在下一个10年已经落后了。在第14章中，欧沙那希分析了股东权益回报率（ROE）。在第182页～187页的“含义”（总结）中，他指出在整个1952～1967年间，投资高股东权益回报率的股票是非常成功的投资策略——成功到足以使那些使用欧沙那希策略的人成为这种策略的真正信徒，结果这些策略在20世纪70年代却不再有效。

最佳投资策略随时间推移而改变这一趋势大概是他使用了整个44年数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的原因。不幸的是，这会趋向平均——因此隐藏了——数据中最有意义的部分。还要指出的是，它假设投资者如此深信他的研究结果，因此愿意在持续10年甚至更长的时间中死守那些业绩不佳的股票。

欧沙那希从未想过市场和最佳投资策略的变化可能是正常现象。认为这种变化是正常现象的观点会让人们预期并可能观察到这种变化。我们预期这些变化。我们预期当**投资气候**（我们的用词）改变时，这些变化就会发生。我们认为最佳投资策略的改变可能出现在1965～1968年、1979～1982年和1990～1993年——我们相信投资气候在这些时段变了。我们打算利用欧沙那希的年度数据来进行这样一项研究，但我们还没有开始。请继续关注我们的评论。

编者的话

无论数据多好，对数据的分析能力高低决定你是否能成功。欧沙那希的数据不错，但是同许多分析师一样，他在关键点上犯错了。他没有意识到投资气候的变化。因此，投资策略的成功与否取决于它所得以应用于其中的气候。成功的投资者务必意识到气候（以及气候的变化），并选择适合于该气候的投资策略。

争夺消费者

本文最初发表于1997年10月出版的《米伦坎普备忘录》第44期。在20世纪90年代的大部分时间里，公司都致力于降低成本以更具有“竞争力”。政府讨论私有化以减少开支。媒体关注这些行动对雇员的不利影响。米伦坎普写了这篇文章以展示事情的另一面：对消费者的好处。

我们经常听到这样的议论：公司或国家必须采取某些行动以与别人“竞争”或让自己“变得具有竞争力”。让自己具有竞争力这一目标是在美国和其他国家中公司削减成本、裁减员工以及政府将原来由政府完成的很多工作进行私有化的理论基础。

我们同意，公司或国家都应该具有竞争力。但是，我们认为大部分的理解并不完整，因为这句话并不完整。完整的句子应该说：“我们必须是为了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在争夺消费者的光顾中让自己具有竞争力而采取这些行动。”这句话明确表明，这些行动的最终受益人和最终驱动者是消费者。在自由经济中，消费者是上帝！

在自由经济中，没有哪个人或哪家公司可以强迫消费者购买他们的产品，只有政府能做到这一点。厂商可以通过广告、推销、哄骗、甜言蜜语让消费者购买他们的产品，但他们无法强迫消费者购买他们的产品。除非厂商以消费者愿意接受的价格提供消费者想要的产品，否则买卖交易就不可能发生。

当然，有些商品是消费者必须购买的，比如食品、衣服和住房。但是在自由经济中，没有谁要求消费者向某一特定供应商购买这些产品。只要市场是开放的，就会有很多厂商为争夺消费者光顾自己的生意而相互竞争。随着时间的推移，大部分厂商都会发现最好的销售策略就是提供物美价廉的商品。

很多年前，我被教导说，有些商品存在“天然垄断”，但是现在我不再相信这一说法。我能发现的唯一的垄断者都是获得政府批准的。最近10年中，我们已经开放了天然气和长途电话业务市场，并正在开放电力市场。这些市场都曾被视为天然垄断。诚然，向更自由的市场过渡可能会让人感到迷惑。最近美国解除对电话业务和电力市场管制的行动已经导致了一些迷惑与抱怨，因为人们现在必须自己选择使用哪家公司的服务，而以前他们不必自己作这种选择。

自由市场的动人之处在于那些不愿花时间四处寻找便宜产品以省钱的人仍然能够从他们那些乐此不疲的邻居这样的行为中获益。对消费者光顾的竞争促使厂商以更低的价格生产更好的产品。我必须承认在拜读山姆·沃尔顿的自传之前，我对此并不特别了解。山姆·沃尔顿创建沃尔玛。他把自己的工作看做消费者的采买代理。你在沃尔玛能买到的任何东西在别的地方也能买到。沃尔玛唯一宣称（推销）的就是更低的价格。山姆为自己确定的唯一任务就是以更低的价格将现有的产品带给消费者。他在这方面做得很成功，从而成为美国最富有的人。

作为一名投资经理，我很尴尬地承认我从未买过沃尔玛的一份股票。我的理由是零售业是世界上第二古老的行业；有什么事情山姆·沃尔顿能做到而凯马特（Kmart）在6周或西尔斯（Sears）在6个月后依样画不出葫芦的？读了山姆的自传之后，我才知道他在一家折扣零售商的特许经销店工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

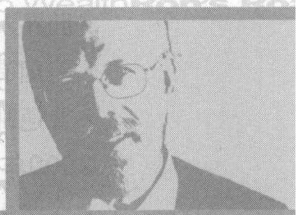
作过。山姆后来从这家特许经销店中辞职了，因为他认为自己的降低成本与价格的理念有道理，但是该特许经销商对他的理念不感兴趣。而凯马特也选择反对山姆的理念而不是接受它。（记住，凯马特是当时零售业的领军人物，20年后山姆·沃尔顿和他的理念让凯马特黯然失色。）

自由市场中，顾客就是上帝。如果你能给顾客提供他认为有价值的产品或服务，你就能发财致富。同样重要的是，你能发财致富的**唯一**途径是给顾客提供他认为有价值的产品。很多发明家创造了他自己认为很伟大的新产品，但消费者并不感兴趣。很多工程师（按照自己的标准）改进了现有产品，结果却因为消费者却并不欣赏这种改进而恼火。

几年前，英特尔开展一项顾客广告活动，旨在识别那些“Intel Inside”的计算机。但当英特尔的新一代芯片“奔腾”被发现存在神秘缺陷时，英特尔发现消费者对产品的意识是一把双刃剑。英特尔发现那些公司和工程客户可以接受的统计分析和其他解释并不为零售客户所接受。零售客户比专业客户更苛求！英特尔的管理层最终认识到，如果他们想销售消费者产品，就必须接受消费者对产品性能方面的标准。英特尔总裁安迪·格罗夫称这种认识是英特尔公司的“反思点”。我将这种认识称为对消费者制定规则的认识。

在自由市场中，每次质量或服务的改进都会成为所有竞争者都必须满足的新标准。同样，每次价格的下跌都会成为争夺消费者光顾的新标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第7章

狂热年（有人称之为“泡沫年”）繁荣

(1999-2001年)

从1999～2001年，股票市场分裂。通货膨胀情况稳定，利率公平，但所有长期经济指标由于投资狂热而一时之间超过了极限。科技股大幅攀升，随后下跌。其他股票则平安渡过了风暴。狂热在3年的时间里完成了一个周期。其影响体现在两个层面上：

- 对于卷入狂热的个股，未来几年的走向将受到税收损失的影响；
- 对于卷入其中的投资者，如果1968年的经历可以作为任何指导的话，将需要很长时间，或许10年，才能让他们再次相信股票市场。然而，他们可能容易受到各种形式许诺的变种的影响。

1999年

- 在科罗拉多，两名科伦拜恩高中的学生使用枪支与炸弹随机杀害了12名学生和1名老师，随后自杀。
- 美国参议院弹劾克林顿总统并最终宣布他在莫尼卡·莱温斯基事件中的伪证罪和妨碍司法罪两项罪名不成立。
- 美国宣布未来两年的第二次财政盈余为1 227亿美元。
- 在塞尔维亚强化消灭科索沃抵抗力量的努力后，北约部队于1999年6月轰炸了塞尔维亚的防空与其他军事设施。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 世界人口达到60亿，被认定为第60亿位地球公民的婴儿出生在波斯尼亚。
- 美国有小孩的已婚夫妇占人口的26%，1972年该比例是45%。
- 普通邮件邮资从每盎司32美分涨到每盎司33美分。

2000年

- 全球出现由于千年虫而导致的软件故障。
- 法国将工作时间减少为每周35小时的法律开始生效。
- 美国政府公布失业率为3.9%，创30年最低。
- 美国新建住房价格中值为162 000美元，平均面积2 266平方英尺。（1975年价格中值为42 100美元，平均面积为1 645平方英尺；1984年价格中值为78 300美元，平均面值为1 780平方英尺。）
- 美国参议院以83票对15票结束对中国的贸易制裁。
- 由新总统弗拉基米尔·普京领导的俄罗斯政府批准对个人所得征收13%的单一税率，取代原来最高税率为30%的三级税率制度。
- 梅丽莎病毒感染了成千上万的电脑中的电子邮件，导致8 000万美元的损失。
- 选举官员重新计算美国总统大选选票。由于佛罗里达的选举结果未知，谁赢得了美国总统选举尚未确定。

2001年

- 美国国会正式确认乔治 W. 布什赢得经过激烈竞争的2000年总统大选。
- 在阿富汗，塔利班下令对任何从伊斯兰教改信其他宗教的人判处死刑。
- 太平洋燃气和电力公司（PG&E）因负债90亿美元而宣布破产。加利福尼亚使用依次停电的方式切断了成千上万人的电力供应。
- 普通邮资从每盎司33美分涨到每盎司34美分。
- 9月11日，恐怖分子袭击美国。上午8时45分，美国航空公司11号航班撞上纽约市世贸中心北塔。上午9时3分，联合航空公司175号航班撞上世贸中心南塔。上午9时38分，美国航空公司77号航班撞上八角大楼。上午10时10分，联合航空公司93号航班在匹兹堡东南部坠毁。
- 10月7日，美国与英国军队空袭了阿富汗31处目标。空袭目标包括防空设施、通信点以及其他大型固定设施。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济繁荣

本文最初发表于1999年10月出版的《米伦坎普备忘录》第52期。在本文中，米伦坎普指出要想消费繁荣，必须先生产繁荣。因此，如果我们想要享受繁荣带来的美好生活，就要明白繁荣是如何生产出来的。是什么驱动人们去工作？是什么驱动雇主去雇用工人？我们如何保护这些动力以使经济能够持续增长？

我想讨论一下我们是如何生产繁荣的。在这方面，过去的30年非常有趣。

定义繁荣

对你来说，繁荣意味着什么？

当我提出这个问题的时候，人们从以下角度来回答：更好的生活方式、家、汽车或者假期；有保障的退休生活、为大学教育提供资金，等等。但这些回答只是描述了我们如何消费繁荣。我相信，只有我们生产繁荣，才能消费繁荣。

20世纪70年代，美国经济处于滞胀状态。滞胀是经济低增长（停滞）和高通货膨胀的合一。根据我在20世纪60年代所学的经济理论，这本不该发生。通货膨胀应该是经济过度增长的结果。低经济增长导致的应该是低通货膨胀或通货紧缩，因此滞胀不应该发生——但它确实发生了。

20世纪80年代和90年代，美国经济加速增长，通货膨胀下降，同时伴随巨额联邦预算赤字。当罗纳德·里根提议导致预算赤字的减税政策时，被广为接受的经济观点认为增加联邦政府借贷将导致利率的升高，商业借贷被挤出市场以及经济衰退。但这些并没发生，利率下降了，经济持续增长了20年。这是怎么做到的呢？

20世纪70年代，通货膨胀率为10%，联邦收入税实行累进税率，最高税率为70%。10%的通货膨胀率意味着每人每年需要额外得到10%的钱来维持现有生活水平。累进税率意味着你的（税前）收入每增加10%，应纳税额增加20%（以上数据直接来自1979年的税收表）。70%的税率意味着当收入达到一定水平之后，工作（与生产）变得无利可图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只工作而没有薪水

1980年的一天，我拜访了几位当医生的客户。他们已经设立了养老金和利润分享计划，并且还有其他一大堆计划，包括薪水延期等。每项计划都是为了将应纳税款最小化或者推迟应纳税款的缴纳。最后我问他们花多少时间当医生，花费多少时间想法延迟纳税。他们回答说每周大约花一天的时间想法延迟纳税。因此，这里有两位高智商、受过良好训练的人每周花4天的时间做有用的事情，每周花1天的时间什么也没生产出来，而这不过是因为他们属于高税率档次。

70%的税率养活了一个税盾产业，这个产业把钱转移到享受税收优惠而不是经济上具有生产效率的领域。我们拥有过多的有顶货车、驳船和透明（空置）办公楼。同时，我的农场主朋友们认为取得成功的途径不是种更多的粮食，而是借更多的钱买更多的土地。住在市郊的朋友们把部分工作时间花在计划如何借更多的钱买更大的房子上。

这时，我的一位在杜肯大学任教的朋友以5日工作周为基础设计了如下场景：

- 星期一，你对收入的10%纳税；
- 星期二，你对收入的20%纳税；
- 星期三，你对收入的30%纳税；
- 星期四，你对收入的40%纳税；
- 星期五，你对收入的50%纳税。

你们当中有多少人愿意在周五工作呢？几年来，我对几千人问过这一问题。以前有2%～5%的人回答愿意，近来，没有人说愿意。人们说如果税率是50%，他们将不再工作。即使非成年人也会给出同样的答案。

20世纪80年代初期，我的女儿们都10多岁了，我雇用她们帮我打字。我每小时付给她们5美元，而如果她们帮别人照顾小孩每小时只能挣2.5美元。在看到她们把钱都花在那些在我看来都是些无谓的小女孩的东西上后，我说她们今后只能花从我这儿挣的钱的一半。但是下次我再让她们帮我工作时，她们都不愿意，以后都是。最终为了完成工作我不得不取消了限制。我10岁刚出头的女儿不愿意在税率（在她们看来）为50%的时候工作，尽管她的净收入与她做其他工作的收入一样。

我认为20世纪70年代失业率很高的原因就是因为工作不挣钱。当然有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些人在找工作，几乎所有这些在找工作的人都不属于税率为50%的人群。他们工作是挣钱的，但是雇用他们工作的人不挣钱。除了所得税，还有很多其他的惩罚。

当我在1981年雇用第一个全职雇员时，我得填7种不同的表格，缴纳7种不同的税款。我那些经营小公司的朋友们都说我雇全职员工而不是临时工是疯了。然而似乎没有政治家懂得对雇主征税不利于创造工作，除了罗纳德·里根。

1983年，罗纳德·里根将最高税率降低到28%，这让商人们能够挣些小钱，因此他们开始雇用员工。失业率此后开始下降，乔治 H. 布什和比尔·克林顿将最高税率增加到39.6%。考虑到州税和地方税率，大部分人要面临3%～8%的额外税收。因此我们再次玩弄起50%的税率来——在这样的税率下，人们告诉我他们宁愿不工作[㊀]。

工作：不再仅仅是一张付薪支票

同时，在过去30年中，还有一种动力已经改变。如果你在一家劳资协议工厂[㊁]工作，资历（任职时间的长短）会让你在某些事情上享有优先权。30年前，资历让工人享有优先加班的权力（加班工资是平时小时工资的1.5～2倍）。现在，资历仍然给予工人优先权，但是它已经被视为选择不加班的权力。

我父亲总是尽可能地加班。我在劳资协议工厂工作的那几个夏天中，也总是尽可能加班，这是多挣钱的机会。最近，我与一位在宾夕法尼亚州范德格瑞特市经营一家工具和印模店的人谈话。我问他雇人是否困难，他说不算太难。虽然他支付给工人的工资比阿勒格尼路德卢姆（当地最大的面粉厂）的低，但人们乐意为他工作，因为他不强制加班。我再重申一遍，他可以支付更少的工资因为他不强制加班（加班可以让雇员挣正常工资的1.5～2倍的工资）。在面临同样选择的情况下，人们已经完全改变了偏好。这是怎么回事？

我认为很多人不再只是为了钱而工作。虽然这可能与我前面的观点相矛盾，我认为答案有些微妙。

㊀ 我相信2001年降低税率是让人们继续工作的重要一步，但是降低税率是临时性的。

㊁ 劳资协议工厂是资方需按工会与其事先达成的协议条件雇用工人的工厂。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我父母和他们的同辈人（他们经历过大萧条）乐意加班加点，过着清贫的日子以让自己的孩子生活得更好。在第二次世界大战中幸存下来的日本人乐意加班加点，过着清贫的日子以让自己的孩子生活得更好。我儿子托尼在韩国时给家里写信说："爸爸，这里的人一周工作60小时，住在兔子窝一样的地方"。我的看法是，真正一贫如洗过的人（没有食物、衣服、房子）或者害怕变得真的一贫如洗的人，会尽其所能避免让自己一贫如洗。但那些从未缺乏过基本生活用品并认为这是理所当然的人对于工作的动力就会大不一样。

一旦你能够（或者相信你能够）理所当然地得到食物、衣服和房子，加班的意愿就变成了一种在休闲时间和更多的商品与服务之间的直接交换。这涉及的不仅仅是工作时间，还包括同工作有关的所有其他方面：从挑战感、满足感到社会和人的方面。工作不再仅仅是让自己和家人吃饱穿暖的手段，而且还成为培育生活目的感与自尊的一种方式。我知道很多人在工作中找到了生活目的感和自尊，但从未听说过有谁在舞会狂欢中找到了生活的目的感与自尊。

当今美国经济中一个有趣的现象是，我们现在消费的很多商品和服务上代人都从未听说过。我们用**必需**一词来描述那些我们父母辈视为奢侈品、我们祖父母辈从未梦想过的商品和服务。显然，消费者企求的商品和服务没有止境，这意味着从需求和消费者的角度来看，人均GDP没有止境。人均GDP的唯一止境是这些消费者愿意生产什么。

如果我们希望人们去工作并生产更多的可有可无的商品和服务，我们作为雇主必须以对雇员有意义的方式补偿他们，不仅仅是薪水，还包括工作环境。

鼓励雇主

同时，如果我们希望人们选择雇用他人并生产日益增多的可有可无的商品和服务，我们作为公民和选民必须让雇主获得对他们有意义的回报，不仅仅是金钱上的回报，还包括免遭过多的管制。

如果我们提高对雇员的征税，他们可能停止工作；如果我们提高对雇主的征税，他们可能停止雇用员工。工作动力的回报率很小。在美国经济中，支付给雇员的每1美元工资为雇主带来的回报是6美分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的雇员每挣1美元将花费我1.84美元（包括向401[k]缴纳的款项），这意味着这位雇员必须生产1.95美元的价值才能为我带来6%的利润（更新数据请阅读第6章的文章《政府支出的问题》）。我相信过去20年的大部分繁荣来自这6%的利润率。

正如亚伯拉罕·林肯所说：“你不能以让雇员失望的方式来帮助雇员。”

税收：旧所得税申报表与提议中的所得税申报表的对比

本文最初发表于2000年1月出版的《米伦坎普备忘录》第53期。史蒂夫·福布斯在竞选共和党总统候选人，他的竞选承诺之一是改革联邦所得税制，代之以17%的单一税率。在1996年争夺共和党总统候选人的竞选中，福布斯提出过类似的税收改革方案（米伦坎普在1996年4月的《我为什么喜欢单一税率》一文中讨论过，参见本书第6章）。这次的不同之处是福布斯让纳税人自己选择使用哪种所得税税制。

表7-1显示的是如果史蒂夫·福布斯当选美国总统并让他的税制改革方案得以实施的话，你将要填写的所得税申报表。在填完1999年所得税申报表后，你可能想对比一下他提议的税收方案和我们现行的税制在金钱、时间、麻烦程度之间的差异。

表7-1 提议中的1999年个人工资税单一税率表

1. 工资	1. ________
2. 家庭中成年人的数量	2. ________
3. 家庭中小孩的数量	3. ________
4. 成年人的减扣额（第2行乘以13 000美元）	4. ________
5. 小孩的减扣额（第3行乘以5 000美元）	5. ________
6. 总减扣额（第4行加第5行）	6. ________
7. 应税收入（第1行减第6行）	7. ________
8. 应纳税额（第7行乘以17%）	8. ________

自从福布斯先生首次提出他的单一税方案以来，我一直是他的忠实拥护者，部分是因为我相信他的方案将促进经济增长（我已在前面的文章《经济繁荣》中说明了原因）。但在听到史蒂夫在最近一次辩论中对总统候选人加里·鲍尔提出的问题做出的回答时，即使是我也感到惊讶。鲍尔先生责

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问史蒂夫在他的单一税方案中取消了抵押贷款利息减扣和慈善捐款减扣。史蒂夫回答说："我们允许你自己选择是按单一税申报纳税还是按原来的包括抵押贷款利息减扣和慈善捐助减扣的1040表申报纳税。纳税人可以按他所选择的税收申报表申报纳税。"现在我早就知道史蒂夫的计划允许这样做，而且知道个人的选择和责任是他的税收改革方案的核心，但当我听到一位总统候选人说个人纳税者可以以多种方式计算自己的应纳税额并选择按较低而不是较高的税额纳税（现在通常要求纳税人这样做）时，我还是感到惊讶。

史蒂夫·福布斯是6位共和党总统候选人（他们都支持某种程度的减税）中唯一一位允许纳税人做如此选择的候选人这一事实充分说明，我们还非常不了解是什么在让自由经济有效运行。这也意味着我需要找到更好的方法来解释我在《经济繁荣》一文中提出的观点。

编者的话

当史蒂夫·福布斯让纳税人选择按哪种所得税申报表申报纳税时，他发出了一个明显——尽管让人吃惊——的信号。他的意思是，即使纳税人选择按较低的税率纳税也没关系。这似乎是个仓促的建议，毕竟，政府要依靠税收来运行。然而，他不过是按照工作动力的观点推断出他的逻辑结论。通过允许人们选择，他将培育工作动力放在了首位。如果人们多工作，经济就会增长。因此，即使税率低些，政府仍能征收到更多的税收收入。

福布斯在2000年2月退出了总统竞选。随着他的竞选结束，美国关注的焦点从单一税率制上转移开，但是，它仍然拥有支持者。他们不仅因为史蒂夫·福布斯在1996年和2000年让全国关注这一问题而得到鼓舞，也因为单一税制在美国之外的国家特别是前苏联加盟共和国取得的成果而受到鼓舞。爱沙尼亚在1994年确立单一税制，拉脱维亚在1995年确立单一税制，俄罗斯在2001年确立单一税制，乌克兰和斯洛伐克在2003年采纳了单一税制。经济学家布鲁斯·巴特利特这样评价单一税制：

驱使所有这些国家采取如此重大的税收简化和降低税率的关键因素之一是逃税。在原有的复杂、高税率制度下，这些国家实在无法征收到足够的税收收入。在每个国家，单一税制的实施都导致了税收收入的增加，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逃税的好处减少了（如果最高税率是50%，少报1美元收入将节约50美分的税收。但是如果像俄罗斯那样税率只有13%，逃税只能节省13美分——对很多逃税者来说，不再值得逃税被抓的风险）。根据胡佛研究所经济学家阿尔文·拉布什卡（Alvin Rabushka）的研究，实行单一税制的第一年，俄罗斯扣除通货膨胀因素后的个人收入所得税收入增加了28%，第二年增加了21%。今年（2003年）到目前为止，实际税收收入增长了约17%，在实行单一税制之前，税收收入保持不变或下降[⊖]。

用数字说明社会保障

米伦坎普在他1992年10月的通讯中首次写到了社会保障。2000年，他更新了自己在1992年表达的观点，随后作为对该文所引起的质疑的回应，他写了一篇题为《再论社会保障：解决社会保障问题的方案》一文。他在2005年对这两篇文章都做了更新。这里刊登的是米伦坎普于2005年对社会保障两篇系列文章所做的更新。

两篇文章系列中的第一篇文章从人均的角度讨论社会保障。它显示了为什么社会保障不能按现有方式继续运行及其他是如何变成了目前的烂摊子，并讨论了现在我们在这一问题上面临的选择。

1992年我们发表了一篇题为《用数字说明社会保障》的文章。与所有政府项目一样，当从人均或者家庭平均角度来看时，数字更容易得到理解。因此我们准备回答两个基本问题："我向社会保障缴纳了多少资金"以及"我能期望从社会保障中得到多少"。

鉴于社会保障问题已提上了华盛顿的议事日程，现在似乎正是更新数据的时候。随着越来越多的人开始认识到社会保障按现在的方式运行是无法持续的，更新数据显得更加必要。

首先，看看数字。

我向社会保障缴纳了多少钱

表7-2显示的是自1937年社会保障制度启动以来，一个雇员每年所缴纳

⊖ 布鲁斯·巴特利特："Flat tax comeback", *National Review Online*, 2003年11月10日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的最高社会保障税。雇主缴纳的金额与雇员缴纳的相等。如果你想得到个人账户的准确数字，拨打社会保障管理局电话（800）772-1213，或者登录它的网站www.ssa.gov索要表格（注意：现在缴纳社会保障税的人不太可能在1937年也缴纳社会保障税，但我们相信，把全部表格印制出来是有用的）。

表7-2 社会保障税

年 份	最高应税收入/美元	税率/%	税额/美元	通货膨胀调整后的2004年金额/美元
1937	3 000	1.00	30	384
1938	3 000	1.00	30	379
1939	3 000	1.00	30	386
1940	3 000	1.00	30	391
1941	3 000	1.00	30	388
1942	3 000	1.00	30	369
1943	3 000	1.00	30	334
1944	3 000	1.00	30	314
1945	3 000	1.00	30	309
1946	3 000	1.00	30	302
1947	3 000	1.00	30	278
1948	3 000	1.00	30	243
1949	3 000	1.00	30	226
1950	3 000	1.50	45	342
1951	3 600	1.50	54	406
1952	3 600	1.50	54	376
1953	3 600	1.50	54	369
1954	3 600	2.00	72	488
1955	4 200	2.00	84	566
1956	4 200	2.00	84	568
1957	4 200	2.25	95	630
1958	4 200	2.25	95	608
1959	4 800	2.50	120	752
1960	4 800	3.00	144	895
1961	4 800	3.00	144	881
1962	4 800	3.13	150	909
1963	4 800	3.63	174	1 043
1964	4 800	3.63	174	1 030
1965	4 800	3.63	174	1 017
1966	6 600	3.85	254	1 459
1967	6 600	3.90	257	1 437
1968	7 800	3.80	296	1 609
1969	7 800	4.20	328	1 707
1970	7 800	4.20	328	1 619

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年 份	最高应税收入 /美元	税率 /%	税额 /美元	通货膨胀调整后的 2004年金额/美元
1971	7 800	4.60	359	1 674
1972	9 000	4.60	414	1 852
1973	10 800	4.85	524	2 268
1974	13 200	4.95	653	2 664
1975	14 100	4.95	698	2 565
1976	15 300	4.95	757	2 550
1977	16 500	4.95	817	2 600
1978	17 700	5.05	894	2 673
1979	22 900	5.08	1 163	3 231
1980	25 900	5.08	1 316	3 284
1981	29 700	5.35	1 589	3 493
1982	32 400	5.40	1 750	3 512
1983	35 700	5.40	1 928	3 618
1984	37 800	5.70	2 155	3 919
1985	39 600	5.70	2 257	3 938
1986	42 000	5.70	2 394	4 032
1987	43 800	5.70	2 497	4 126
1988	45 000	6.06	2 727	4 341
1989	48 000	6.06	2 909	4 447
1990	51 300	6.20	3 181	4 640
1991	53 400	6.20	3 331	4 595
1992	55 500	6.20	3 441	4 577
1993	57 600	6.20	3 571	4 568
1994	60 600	6.20	3 757	4 666
1995	61 200	6.20	3 794	4 579
1996	62 700	6.20	3 887	4 577
1997	65 400	6.20	4 055	4 649
1998	68 400	6.20	4 241	4 781
1999	72 600	6.20	4 501	4 995
2000	76 200	6.20	4 724	5 134
2001	80 400	6.20	4 985	5 274
2002	84 900	6.20	5 264	5 466
2003	87 000	6.20	5 394	5 497
2004	87 900	6.20	5 450	5 540
		总额	**94 925**	**157 248**
2005	90 000	6.20	5 580	
2006	94 200	6.20	5 840	
2007	97 500	6.20	6 045	

资料来源：信息来自www.ssa.gov。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经常阅读我们通讯的读者知道，应该对历史数据做通货膨胀因素调整。我们已经帮你完成了这个调整。因此，1937年缴纳的30美元按2004年的购买力计算相当于384美元。每列的总金额在表格最后显示。

我能期望得到多少

根据社会保障管理局网站（www.ssa.gov），一位于2004年退休、年龄为66岁的单身者如果每年都按最高金额缴纳社会保障税，那么他每年将得到21 924美元。一对其中一方不工作的夫妇（归类为“家庭”）将每年得到32 880美元（见表7-3）。那些未按最高金额缴纳社会保障税的得到的也会少些。如果想得到现在的数字，拨打社会保障管理委员会电话（800）772-1213。

表7-3 社会保障收益分析

最大社会保障收益（按2004年美元计算）			
	月	年	缴纳总额可使用年份
个人	1 827	21 924	14.3
家庭	2 740	32 880	9.6
缴纳的最高社会保障税（假设自1937年按最高金额缴纳）：			
	税/美元	2004年/美元	
个人	94 925	157 248	
家庭	94 925	157 248	
总计	189 850	314 496	

假设正常退休年龄为66岁，个人和家庭都得到最大收益，个人按最高金额缴纳。

资料来源：信息来自www.ssa.gov。

值得注意的是，2003年缴纳社会保障税的一般工薪阶层的平均收入为34 731美元。他和雇主2003年应该向社会保障缴纳2×6.20%或4 307美元。表7-3同时表明，将按通货膨胀调整后的雇员和雇主缴纳的总金额314 496美元除以年最高收益金额，今天退休的个人将在14.3年后收回他所缴纳的全部金额，已婚夫妇需9.6年收回。但是66岁男性的预期寿命是16年，女性20年，而社会保障向社会保障缴纳者承诺的是一生的收益。

社会保障的问题是由两个内在不可调和的观点导致的：

(1) 社会保障是作为也被视为社会保险——为穷困者提供保障的一种方式——而建立起来的。它是大萧条时的一个项目，旨在防止老人沦落到不得不住劳动救济所的地步。对于收益的讨论很快变成了对哪些需要钱维持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生计的人的讨论[㊀]。

(2) 社会保障已经被视为一项养老金计划。因此，“我有权”得到收益，因为“这些年我一直在缴纳社会保障税”[㊁]。这并不是该项目的初衷。事实上，在你的纳税申报表W-2表上，你的社会保障税的标题FICA代表的就是**“联邦保险缴款法”**（Federal Insurance Contribution Act）。

当我问人们社会保障的主要目的是什么时，50岁以上的人常常更注重社会保险而40岁以下的人则更关注养老金计划，但是几乎所有的人都认为两方面都很重要。

保险计划和养老金计划是两个基于很不相同的假设之上的很不一样的概念。养老金计划是在一定的时期内将钱存在一边，进行投资让它的实际价值（即对通货膨胀与最后缴纳的税收做调整后）增值，从而让退休后能够获得的资产是这些存放起来的资产及其在这一段时期中获得的回报的直接结果。只有投资收益超过期间的通货膨胀率与领取养老金时缴纳的税额，养老金领取者能够开支的金额才会多于他所缴纳的金额（按实际购买力）。

保险计划完全不同。在保险计划例如火险、意外伤害险中，那些遭受损失的人获得的金额超过他们支付的金额，因为那些没有达到赔偿标准（即遭受损失）的人什么也得不到。我不想获得火险赔偿，也不觉得自己有资格获得火险赔偿，除非我遭受火灾。同样，我也不想要社会保障收益，但无论我需要与否，有人已经承诺给我这些收益。

当1935年社会保障法通过时，美国平均预期寿命是63岁。国会将受益年龄确定为65岁，因为国会预期半数以上的人将得不到任何收益（因为他们尚未到65岁就会死亡）。保险计划的运行原理是这样的：少数人得到的超过他们付出的是因为多数人得到的小于他们付出的。

在20世纪30年代时，每个退休人员有40个工人在为之工作，因此很容易给一名退休工人提供合理的收益，因为它分摊在40个工人身上。回头看看表

㊀ 一位当时20岁出头的男子对我说，国会让所有工薪者都可以获得社会保障收益的原因是他们担心，如果只有穷困者才能获得社会保障收益，那么社会保障将被视为福利，而他们希望避免领取福利这一耻辱。（这意味着如果所有的人都加入了福利项目，那么该福利项目就不会被视为耻辱。）社会保障承诺向所有向社会保障系统缴纳资金的人提供收益可能可以帮助解释为什么有些人现在将社会保障看做养老金计划。

㊁ 在弗莱明诉内斯托（Fleming v. Nestor，1960）一案中，美国联邦最高法院裁决，对于他们已经缴纳的社会保障税，美国人没有任何产权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7-2，我们看到，每年缴纳的第一个3 000美元的1%为30美元或者以现在美元计的384美元，雇主缴纳等额的资金。听起来这是一个合情合理的保险计划，不是吗？如果假设成立，这是合情合理的保险计划。但是随着预期寿命的增加，工人与退休人员的比例在20世纪60年代跌至5:1，20世纪90年代下跌到3:1。这就是为什么从1937～1968年每个工人缴纳的金额增长了4倍，此后又增加了3倍。30年后，如果我们要维持承诺给退休人员的收益，预期的两个工人负担一个退休人员的比例要求当今工人将缴纳的金额增加50%。

但这仅仅是承诺而已。

社会保障从未被当做养老金或保险计划来运作。它一直与你得到的薪酬一样，将钱从工人那里转移到退休人员手中。有人向我解释说，社会保障既是养老金计划也是保险计划，“除了没有资产，只有信托欠条这一点。信托欠条只有通过增加税收收入或者征收新的税才能得到支付”。

完全正确！社会保障没有资产。承诺的收益不过是政治承诺而已——对我们儿女辈或孙辈加税的政治承诺。但这假设了我们的孩子将继续工作或雇用他人工作，无论税率如何。

但我们没有。

20世纪70年代，当时美国的最高税率为70%时，失业率高达10%，经济处于滞胀状态中，因为对于美国经济中大多数最具生产力的人来说，雇用员工是划不来的。因此他们将钱投入旨在最大限度地减少自己应纳税款的非生产性方案中，并把时间花在打高尔夫球上。过去20年中，我问过数以千计的人：“如果税率是50%，还有多少人愿意工作？”20世纪80年代，2%～5%的人给予肯定回答。最近，没人说愿意。如果在税率为50%的时候，我们不愿意工作，那为什么假设我们的孩子会愿意呢？

现在真正的选择不是如何挽救社会保障，让它以现有形式继续运作。这样做必然导致我们陷入20世纪70年代的经济滞胀状态之中。

真正的选择是：你愿意生活在失业率高达10%的20世纪70年代、靠社会保障承诺的收益生存，还是生活在20世纪80～90年代，不需要社会保障就可以生存？

通过将社会保障收益一分为二，我们可以挽救社会保障系统：

(1) **养老金计划**。养老金计划将允许开设个人拥有、并可以投资以获得良好回报的私人账户。虽然参与私人计划是自愿的，但一旦选择参与私人计

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

划，缴纳资金则是强制性的（人们必须为计划提供资金），缴纳的资金将是从向社会保障缴纳的金额中分出来的。这些账户很像个人退休账户（IRA）。

(2) **保险计划**。这是为那些需要这种收益的人设立的。例如，任何年收入超过全国平均收入水平2倍的人或者拥有的资产超过全国平均收入20倍（按5%的水平，这一资产额可以维持2倍于全国平均收入水平的消费水平）的人得不到社会保障收益。一旦他们的收入或资产下跌到低于这一水平，他们又将具有获得社会保障收益的资格。现在，对个人来说，该水平大约为年收入7万美元或者资产140万美元。

对那些读了本文并担心我在切断你们收益的百万富翁，你们对了。但想想你为这些收益支付28%～35%的所得税，同时还将为其余部分支付30%～48%的遗产税吧。因此社会保障承诺支付给你的每1美元在缴纳所得税后剩下0.65～0.72美元，在缴纳遗产税后剩下0.33～0.50美元。按照我的计划，如果你确实需要社会保障收益，那么你更可能得到社会保障承诺给你的全部收益。

再论社会保障：解决社会保障问题的方案

本文最初发表于2001年1月，更新于2005年1月。它是《用数字说明社会保障》一文的续篇。

在上一篇文章（《用数字说明社会保障》）中，我们从个人的角度出发分析了社会保障项目，特别是“我向社会保障缴纳了多少资金？”和“我能期望得到多少？”两个问题。我们的文章引起了大量的评论和质疑。为了回答这些问题，我们需要从整体上分析社会保障项目——即整体来看，社会保障怎么样？

在图7-1中，我们绘制了自1940年以来各年的如下信息：

- 工人们以税收方式向社会保障项目缴纳的美元总额；
- 退休人员从社会保障项目中以收益方式领取的美元总额；
- 由此产生的“信托基金”中的资产。

正如你所看到的，社会保障项目目前看起来很不错。信托基金现在有大约1.2万亿美元的资产，相当于能够支付大约3年的收益。这给人以深刻印象，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直到你意识到大部分人要获得20年的收益，而不是3年。

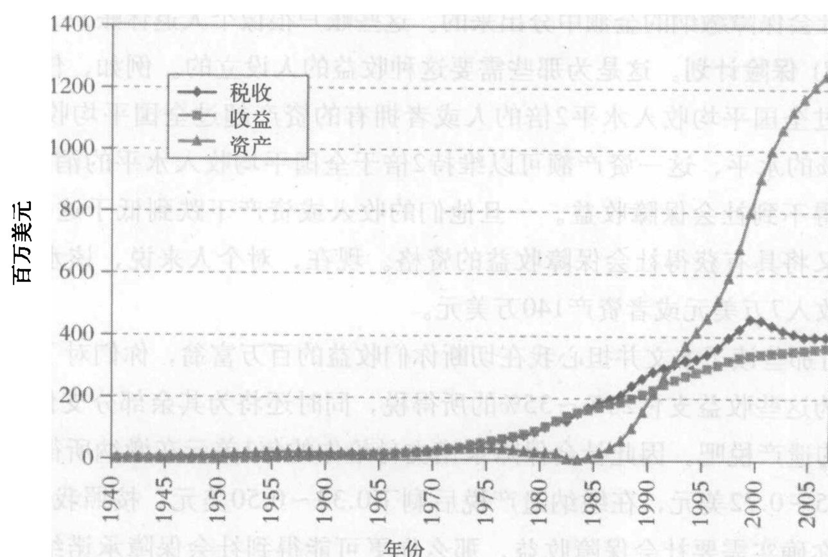


图7-1 社会保障项目的财务状况，1940～2005年

你们当中的大部分人都知道我们不喜欢作预测，但就社会保障项目来说，作预测很容易。

社会保障项目每年支付的收益等于退休人员的数量乘以承诺给他们的收益。

每年向社会保障项目缴纳的税收等于符合条件的工人的数量乘以就业率，乘以对工人们工资的扣缴率，直到扣缴金额达到一定比例。

由于几乎所有未来的退休人员都已经在现有的劳动力中，而几乎所有未来20年符合社会保障条件的工人都已经出生，因此比较容易预测未来20～40年的税收、收益和资产情况。事实上，我们的预测与社会保障管理局（SSA）的预测差不多。这些预测绘制在图7-2中。图7-2表明，为什么现在65岁以上的退休人员在获得社会保障收益上没有问题。未来30年中，社会保障项目将有大笔资产。

但是图7-2也显示出为什么现在的退休人员的子女，即现在年龄为30～40岁的人，将确实会有麻烦：因为到2035年社会保险项目的资金将已用完。

为什么社会保险项目直到现在一直运行顺利？当社会保障项目于1937年建立时，美国平均预期寿命不到65岁。受益条件确定为65岁，因为当时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的预期是只有不到一半的工人将领取社会保障（因为他们活不到领取社会保障的年龄）。而且，项目伊始，向项目缴纳资金的人很多，却几乎没有人领取收益。

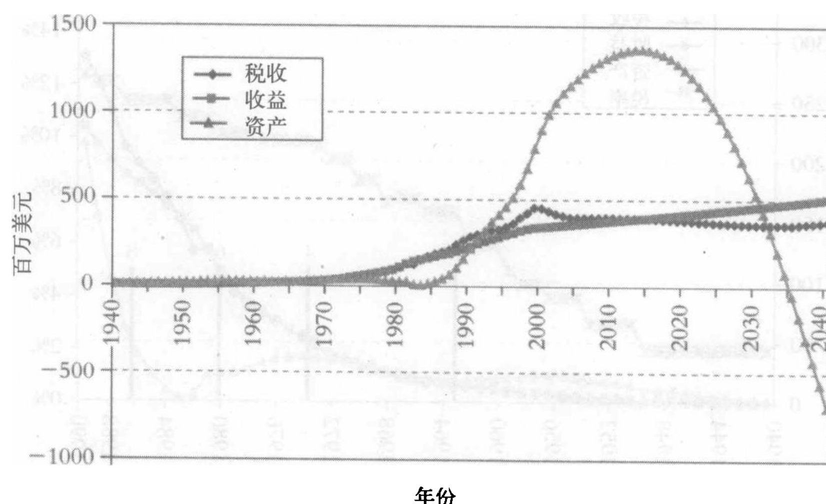


图7-2 社会保障项目——财务预测

1945年，工人和退休人员的比例是40:1；1950年这一比例超过16:1；1960年是5:1。现在，工人和退休人员之比略高于3:1。

随着工人和退休人员的比例下降，SSA发现必须将税率从1937～1949年的2%（雇员雇主各缴纳1%）提高到1960年的6%，1990年提高到12.4%。12.4%的税率沿用至今。

此外，SSA还发现有必要将纳税人工资水平从1937年的3 000美元（以2004年通货膨胀因素调整后的美元计为38 400美元）增加至2004年的87 900美元。

我们在图7-3中描出了适用税率。我们还标出了税率和税基结合起来首次促使最高纳税额被提高到2 000美元、4 000美元、6 000美元、8 000美元和10 000美元的年份（所有数字都经过通货膨胀调整）。图7-4是图7-3的继续，只是改变了比例。

同时，从1984年开始，社会保障管理局开始削减退休人员的社会保障收益。从1984年起，开始对社会保障收益征税。最初税率为社会保障收益的50%征税，目前税率是85%。最近，社会保障管理局又提高了退休年龄。出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生于1944年，可以全面享受社会保障的年龄是66岁，而不是65岁。如果你出生于1960年，你可以全面享受社会保障的年龄将是67岁，而不是65岁。

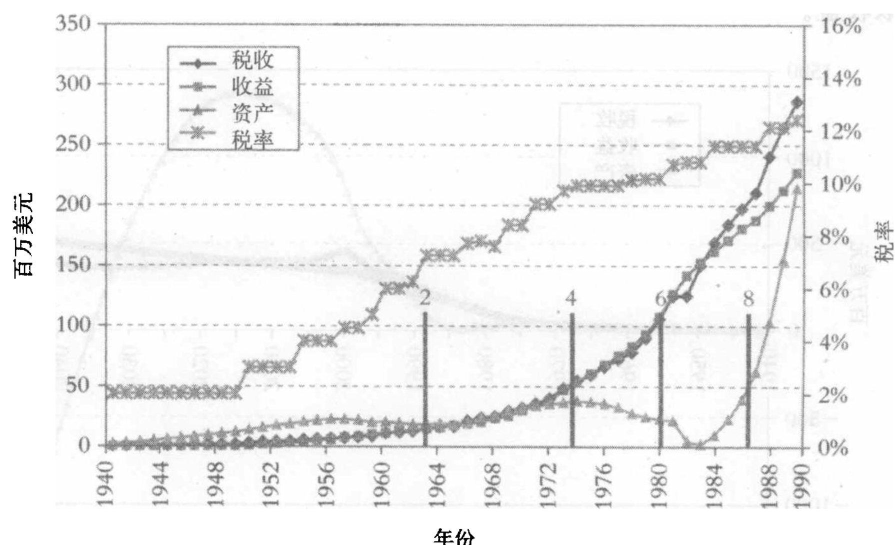


图7-3 社会保障项目，1940～1990年

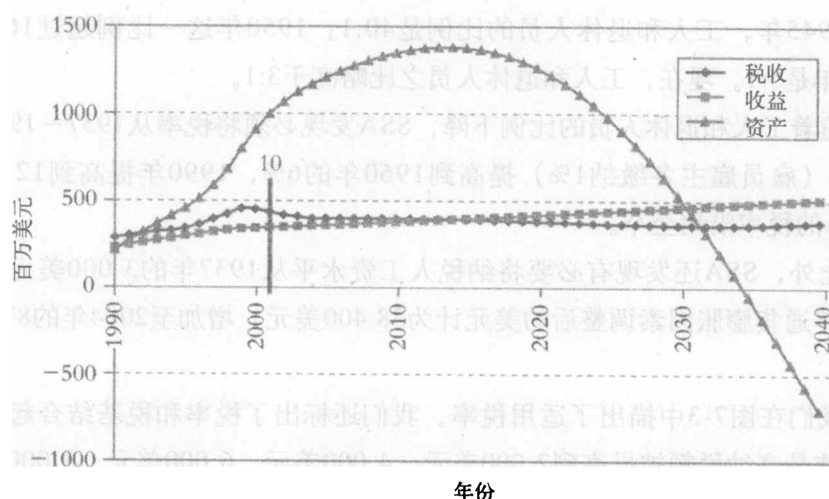


图7-4 社会保障项目，1940～2040年

社会保障收益是按你退休前符合缴纳社会保障税的工资的百分比计算的。目前，收益是以如下方式计算的：平均指数化月工资中第一个627美元的90%，加上平均指数化月工资中627～3 799美元部分的32%，加上平均指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数化月工资中超过3 799美元以上部分的15%。因为目前一般工薪者年平均工资约为34 731美元（2 894美元/每月），因此社会保障项目承诺给一般退休人员的收益稍高于他们工资的45%。详情见表7-4。

表7-4 社会保障收益

	月	年
SSA参与者的年平均工资，2003年	2 894	34 731
SSA收益计算/美元		
627美元的90%，加/美元	564	6 772
收入中627~3 779美元部分的32%，加/美元	726	8 706
收入中超过3 779美元部分的15%/美元	0	0
总计/美元	1 290	15 478
占现有工资的百分比(%)	45	45

资料来源：信息来自www.ssa.gov。

各支付12%的社会保障税的3个人可以养活一名领取36%社会保障收益的退休人员。（注意，1960年，各支付6%的社会保障税的5个人可以养活一名领取30%社会保障收益的退休人员。）问题是，到2030年，工人与退休人员的比例将下降至2:1。

那时，两个人必须将各自收入的18%（大约比现在增长50%）支付到社会保障账户以让一名退休人员能够领取36%的收益。有人认为这是一个可行的解决方案。我不这么看。20世纪70年代，当人们被迫缴纳更高的税率时，我看到了那是怎样的结果。到一定时候，他们会停止工作。即使雇员想工作，如果雇主停止工作，雇员也会失业。

第二种解决方法是削减受益额。（事实上，我已经建议削减百万富翁的受益额，但是百万富翁的数量还没有多到可以靠这个方法解决问题的程度。）很多退休人员认为不能削减他们的收益。他们认为自己有权力得到承诺的收益。但是，联邦最高法院（弗莱明诉内斯托案，1960年）已经裁决，对于承诺的收益，我们没有获得的权力。当医疗关怀项目将处方药药价中项目参与者支付的金额提高为原来的3倍（从10美元到30美元）时，一些退休人员大为震惊。各位，医疗关怀项目规则的制定者也正是社会保障项目规则的制定者。如果他们认为有必要，他们就会削减你的收益。

但是，还有第三个办法可以让社会保障项目在下一代仍然可行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果未来30年用于建立信托基金的部分税收可以用于投资并获得合适的收益率，我们就可以减轻问题的严重性。有人已经建议允许人们将他们社会保障税的一部分投资于个人保障账户。对我而言，个人保障账户听起来像个人退休账户（称它为PSA）。于是，我看了一下个人退休账户，看看它的财务状况现在怎样。

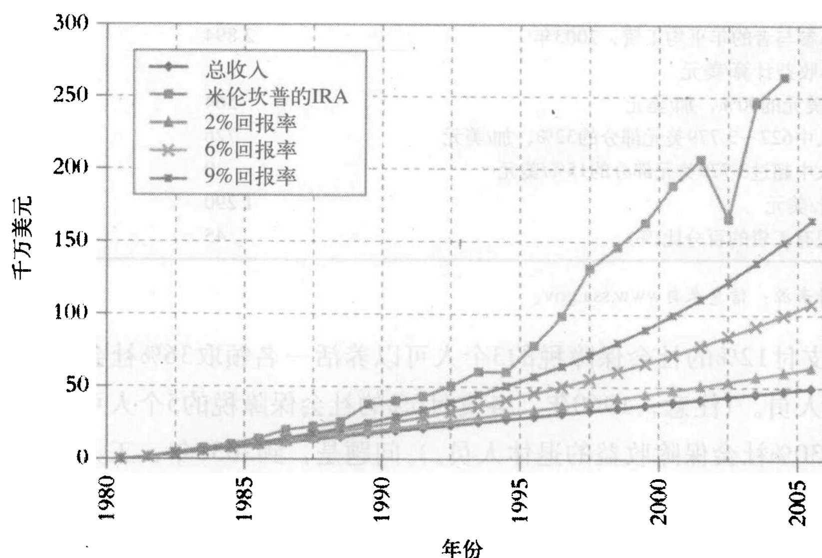


图7-5 罗恩·米伦坎普的个人退休账户（IRA）

图7-5绘制的是从1981～2004年我个人IRA的状况。最下边那条线是我向账户已经投入的资金总额——1981年投入1 500美元，加上23年乘以2 000美元，每年等于47 500美元。中间那些线显示的是：如果我投入的资金每年获得2%、6%或者9%的回报率，我的资产将是多少。最上边那条线是我的账户实际拥有的资产状况。图7-6不过是将图7-5中的时间再延长20年，以显示典型的44年工作寿命情况下个人退休账户的财务状况。

社会保障管理局最近寄给我一张报表，它说我退休时每年将得到21 924美元。国税局说我66岁时的预期寿命是16年。因为在我退休后的有生之年中，社会保障管理局将付给我350 784美元。我在图7-6中标出了这一数额。

同样，假设利率6%，一项承诺每年给我21 924美元、持续16年的年金的初始成本为240 000美元。我在图7-6中标出了这一数额。

你会注意到，如果每年缴纳2 000美元，必须获得6%或者更高的收益率，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才能在37年后达到240 000美元，44年后达到350 000美元。我在24年后就超过了240 000美元。令人惊奇的是我每年投入个人退休账户的2 000美元不到迄今为止我已向社会保障缴纳的金额的30%。因此，只是通过在我的投资上（只是投资于两个没有申购费的共同基金）获得适当的投资回报，我就能够提供一笔与承诺给我的社会保障收益等额的资金，而我投入的资金只有社会保障税的30%。这让我的社会保障税的70%可以给他人使用。

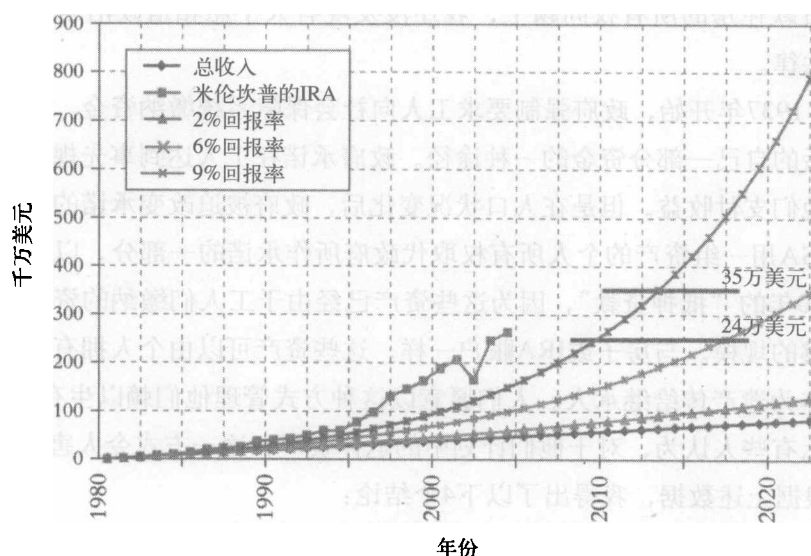


图7-6　个人退休账户财务预测

采用私人储蓄账户（PSA）作为社会保障一部分的一个障碍是在过渡时期簿记上将出现临时贷款。最新的估计这一贷款为6万亿美元，一个相当大的数字。但是这项贷款不会是新的债务！它不过是承认已作出的承诺（负债）的规模而已，不过是社会保障的资产低于它已经作出的承诺的亏空部分的现值而已。而且，6万亿美元分摊到美国1亿家庭中，每家承担的数额为6万美元。

对大多数家庭来说，积累家庭资产的第一步是买房子，而买房子需要抵押贷款。第二步是建立一个投资组合——通常由股票和债券组成——以供退休后的生活。

今天，大约7 000万美国家庭拥有住房。但大部分家庭并不真正拥有住房，他们对住房的所有权取决于他们能否付清抵押贷款。人们愿意分期支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

付抵押贷款（通常为30年），因为抵押贷款合同说一旦付清抵押贷款，他们将拥有房子。他们相信法院会帮助他们执行合同。

如果你是这些住房的所有者之一，你愿意向政府支付类似（抵押贷款）的款项，以换取政府承诺30年后给你相同或类似的住房吗？尽管联邦最高法院已经裁决，政府不一定要遵守诺言，你相信政府会遵守诺言吗？基本的问题是，你更相信法律——法律与法院，还是政治承诺？迄今为止，在抵押贷款住房的所有权问题上，我还没发现有人宁愿相信政治承诺而不是现行法律。

自1937年开始，政府强制要求工人向社会保障系统缴纳资金，作为养活退休后的自己一部分资金的一种途径。政府承诺在工人达到事先规定的年龄后向他们支付收益。但是在人口状况变化后，政府被迫改变承诺的条款。

PSA用一组资产的个人所有权取代政府所作承诺的一部分，以换取一个30～40年的“抵押贷款”，因为这些资产已经由于工人们缴纳的资金而增长到足够的规模。与房子或IRA账户一样，这些资产可以由个人拥有，可以出售或作为遗产传给继承人。人们愿意以这种方式管理他们赖以生存的资产。为什么有些人认为，对于他们计划中的退休资产，这一方式令人害怕呢？

根据上述数据，我得出了以下4个结论：

(1) 65岁以上的人没有社会保障的问题；他们的孩子有。

(2) 利用个人保障账户来管理部分社会保障税有助于减轻问题。

(3) 我们只有很短的时间（信托基金的资产处于积累中的未来10～15年）来实施PSA。15年后，机会就将消失。

(4) 从政治上看，除非65岁以上的人去竭力争取，否则PSA可能不会很快得到实施。

各位，我们的政治家们知道这些数字。他们知道自己将听到那些了解这些数字的年轻工人发出的抱怨，但是他们害怕来自那些不知道这些数字的退休人员的强烈反应。

他们还知道，退休人员在选举中投票的比例高于年轻人投票的比例。而且，30年内——5～15次选举之后，问题不会爆发。

因此，为了解决问题，退休人员必须坚持告诉代表自己的国会议员们，为了儿女和孙辈的利益，他们应该改革社会保障项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济学及2000年大选为什么重要

本文最初发表于2000年10月出版的《米伦坎普备忘录》第56期。本文是米伦坎普就经济学所写的所有文章的总结之作。它把米伦坎普关于通货膨胀及其对债券与股票市场的影响、利率及其驱动因素、税收、工作动力及政府支出等理论融合在一起。贯穿所有这些的共同线索是人驱动着经济这一观点。政府影响着这一关系。因此，我们在作政治选择时，也在作经济选择。重复阅读本文——至少在每个选举年重复阅读。

过去的35年中，我见证了一项有趣的经济学实验。20世纪60年代中期，当我上大学时，美国国内生产总值以4%～5%的速度增长，抵押贷款利率为5.5%，失业率为4%～4.5%。人们甚至不提通货膨胀，因为战后（第二次世界大战和朝鲜战争），通货膨胀率不到1.5%。所有这些都被视为正常现象。

那时我阅读的经济学书籍以“成本推动”和“需求拉动”等词语讨论通货膨胀，其潜在的主题是通货膨胀是由经济的过度增长导致的。这些书籍还认为，政府支出在刺激经济方面的作用不亚于私人支出，而且事实上，在促进经济增长方面，它比私人支出更有效。作为所有这些的总结，老师告诉我按照美国经济每年增长4%、当时苏联经济每年增长6%的速率，其人均GDP将在2000年左右超过美国。

到1968年，美国经济正经历着美国历史上持续时间第二长的经济增长。消费者信心高涨，华尔街一片繁荣。立顿工业、LTV、全国学生营销公司（National Student Marketing）和美国产权基金公司（Equity Funding）等股票让投资者几乎一夜之间成为百万富翁。一本名为《华尔街新人类》的书对包括弗雷德·美茨、弗雷德·阿尔杰和弗雷德·卡尔在内的“炙手可热”的共同基金经理人进行了特写式的描述。

经济学家对于自己微调经济的能力如此自信，以至于一些大学的经济学系取消了商业周期的课程。这一做法表达的意思是——尽管我们有过商业周期，但是我们已经把它摧毁。

仅仅11年后，1979年通货膨胀率高达10%，GDP增长率为2%，失业率高达10%，抵押贷款利率为11%并在向15%攀升。卡特总统抱怨美国公众中存在病态心理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到底怎么了

20世纪60年代中期，约翰逊总统想同时进行越南战争与消灭贫困的战争，但他不想以提高税收来为战争筹集资金。为了提供它们所需的资金，美国财政部和美联储迅速扩大货币供给（他们印发了过多的钞票）。和往常一样，开始时效果不错；负面影响需要更长一点的时间才会显示出来（有点像使用信用卡——偿付延期）。

渐渐的，随着我们不断印发更多的美元，美元贬值了。到1973年，美元的价值（同1965年美元的价值相比）下跌了31%。与其他基准相比，相对于德国马克，美元下跌了33%；相对于日元，美元下跌了22%；相对于黄金，美元下跌了67%。在此期间，我们从欧佩克国家买进越来越多的石油，并以不断贬值的美元支付。因此，欧佩克于1973年提高了油价。这让我们的政治家们找到了通货膨胀的替罪羊，但他们没有改变自己的政策。他们为什么要改变？因为我当时学习的流行经济学理论认为，通货膨胀是由需求和供给约束导致的，而不是印发钞票引起的。

1979年，美元的价值（同1965年美元的价值相比）下跌了59%。相对于德国马克，美元下跌了57%；相对于日元，美元下跌了44%；相对于黄金，美元下跌了88%。美元如此疲软以至于卡特总统认为有必要任命独立的中央银行家作为美国联邦储备银行主席。为了重建信心，卡特总统必须选择一名我们的贸易伙伴相信他将把支持坚挺的美元作为其第一优先目标的人。他选择了保罗·沃尔克。

也就在1979年，我写了一篇题为《为什么市场下跌了》的文章（见第4章）来解释通货膨胀对股票市场和债券市场的影响。基于那篇文章，我们在1980年对客户说，如果里根和沃尔克能够成功遏制住通货膨胀，那么未来10年我们的股市与债券市场将形势大好。

沃尔克很快表明他计划以6%～8%的速度增加货币的供给，经济评论界一片哗然。经济界这样辩论说：通货膨胀率高达10%，而且难以控制。如果只以6%的速度增加货币供给，经济将不得不以4%（6−10=−4）的速度萎缩。沃尔克还是这样做了，到1982年，通货膨胀率跌至4%，GDP增长率为2%。

沃尔克的做法和随后的经济数据证明通货膨胀是由印发过多的钞票造成，而不是经济过度增长造成的。沃尔克还证明，GDP的增长与通货膨胀争夺货币的供应量，而且在争夺现有货币供应量中，经济增长能够战胜通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货膨胀。通货膨胀不是不可遏制的。事实上，在货币供给增长率一定的情况下，更高的GDP增长率其实会导致通货膨胀率的降低！

虽然仍有一些经济学家和评论员坚信是GDP增长导致通货膨胀，中央银行已经得到了教训。我以欧洲各国的中央银行为证来说明问题。当欧洲各国政府决定实行单一货币欧元时，必须将几个国家的通货膨胀率降至德国的水平。他们甚至没打算进行供给/需求管理。所有的国家都开始通过控制货币供给来降低通货膨胀率，而且所有的国家都成功地降低了通货膨胀率。

如今，在全球主要国家和主要货币区中，通货膨胀都得到了控制。在从巴西到智利到希腊等一系列的国家中，通货膨胀正在得到控制。在股票市场与债券市场中，投资者对通货膨胀的敏感性让我有信心认为在可以预见的将来，通货膨胀仍将得到控制。我们已经学会了沃尔克教给我们的东西。

但是，我们尚未学会过去35年中的第二个教训——里根给我们的教训。

1960年，实际经济增长率从20世纪50年代的4%～5%开始减缓。一些经济学家建议肯尼迪总统增加政府支出以助推经济增长。另一些经济学家建议他减税以助推经济增长。他同时采取了两方面的措施——实施等月计划与削减税收。经济恢复了4%～5%的年增长率。

如前所述，约翰逊总统同时对越南和贫困开战。他试图通过增加货币供给来支付战争费用。通货膨胀的第一个影响是美元贬值；另一个是对所得税税率的影响。

美国实行累进所得税制。收入越高，税率也相应地越高。因此，随着你的收入增加，你的税负也迅速地增加。20世纪70年代，没有对这些税率就通货膨胀因素的影响进行调整。事实上，20世纪70年代，你的收入增加10%，你的联邦所得税税负则增加20%；换句话说，如果一个工人获得了等于税前通货膨胀率的加薪，那么他的税后收入还是减少了。这也意味着专业人士被推进更高的税率等级中，最高税率为70%。

在70%的税率下，避免纳税比增加收入能够让个人获得更多的好处。很多人不得不使用“税盾”——税盾旨在利用税法条款中的漏洞而不是生产有用的或者人们所需要的商品与提供服务。

随着一般工薪阶层的财务状况开始恶化，高工薪阶层不愿意生产更多的产品、提供服务或者不愿雇用雇员生产更多的产品与提供服务，美国经济出现病态还有什么可奇怪的呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗纳德·里根改变了这一切。他将最高所得税率降为28%。税盾不见了，高工薪阶层又开始生产有用的商品和提供服务，并雇用雇员帮助自己。但当里根宣布减税时，经济评论界一片哗然。很多经济学家认为里根的减税将导致联邦赤字，而联邦赤字将导致政府增加借款以及利率的升高。利率的升高将挤出私人借贷，并导致经济的停顿。

在第一点上，他们是对的。政府赤字确实暴增。但是在利率和经济问题上，他们大错特错。利率下跌了，经济繁荣起来了。

1991年6月，在麻省理工学院的一次同学聚会上，我与一位老同学进行了长时间的讨论/辩论。这位同学经济学专业毕业，当时是现在也是一家大型咨询公司的首席经济学家。他认为政府赤字导致利率不断升高。我认为人们对利率的反应（不再借更多的抵押贷款以购买更大的房子）会使利率下跌。

当时，长期国债利率是9%。到1993年年底（2年半后），降至6%。到1993年年底，我们认为债券市场的反弹结束了。

对“里根教训”我所能找到的最好的解释来自一位朋友，杜肯大学的一位经济学教授。1980年，他对我说起了5日工作周的类比（《经济繁荣》一文对这一类别做了描述）。这一类比最终变成以下问题：“如果星期五你要为所得缴纳50%的税，你还会工作吗？”大部分人回答不。显然，你可以用征税的方式让人们丧失工作动力。

以下是一个真实的例子。我曾经为了教会我10多岁的女儿们如何省钱而要求她们把自己挣到的钱的50%存下来（我认为她们把钱花在毫无用处的东西上）。但下次我让她们工作时，她们都不愿意。她们似乎给我上了一课。我懂得了那些我认为“毫无用处”的花费事实上正是她们工作的动力。这样再来考虑一下这个问题。是什么驱使你加班加点并生产更多的产品？是基本的食物、衣物、住房，是更好的汽车、更好的住房、更好的假期这些可买可不买的东西，还是你可以缴纳更多的税而政府有更多的钱可花？在日本，政府花了10年的时间试图通过修建更多的公路和桥梁助推经济增长。这一策略直接来自我在20世纪60年代所读的经济学书本。这一策略至今没有取得成功。这就是为什么我坚信日本需要一个罗纳德·里根的缘故。

罗纳德·里根明白税率的经济动力作用。他知道如果降低税负，人们会生产得更多，经济会增长，久而久之，税收收入也会增加。老布什不明白

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一点，他让传统经济理论说服了自己而违背自己的竞选承诺，提高了税率。克林顿总统不明白这一点，这就是他发表如此的言论"我们可以减税，但你们可能不知道怎么把它花在该花的地方"的原因。我不认为女儿把钱"花在该花的地方"，但我懂得了在私人经济中没有"错误的"消费。因为消费才是从事更多生产的动力。

里根的减税确实导致了赤字，但赤字本身不是问题。问题是你用钱去干什么了。就我个人而言，在过去38年中的17年里，我都使用了赤字开支：其中有6年是我在上大学的时候，8年是我的孩子们在上大学的时候，3年是我们买房子的时候。每次的结果都很好。我没有借钱去度假或者买新车，也没有买那些会贬值的东西。罗纳德·里根借钱重新启动了经济发展。他在这方面取得了成功。

今天，我们正听到反对减税的主张，这与我们1980年听到的一样。政治家们认为他们比我们能更明智地花费我们的钱。这不奇怪。奇怪的是在有最近20年的证据之后，怎么会有很多经济学家还相信这一点。

关键的问题不是谁能更明智地使用这些钱。关键的问题是哪种开支能够带来更强的动力促使大家去从事更多的生产，从而为我们、我们的孩子、我们的孙子辈创造更多的繁荣。在最高所得税（包括州所得税）为40%～50%的情况下，我们再次面临着扼杀经济增长动力的危险。

我们只要看看遗产税就能看到结果。遗产税为37%～55%。今天我们看见逃避遗产税的各种方案，这些方案的复杂性与非生产性足以与20世纪70年代的税盾相比。

对我而言，选举不是在民主党和共和党之间做出选择，选举是在政治家和纳税人与消费者之间做出选择，选举是在选择更大的政府还是更小的政府之间做出选择。

让我感到惊讶的是为数不少的聪明之士对我说他们可能不去投票，因为他们"对哪位候选人都不感兴趣"。各位，只有自由市场才能提供给你15种品牌的营养早餐或牙膏，让你能够买到你最想要的东西。政府与自由市场不同，因为政府坚持只用一种方案来解决所有人的问题。在即将到来的大选中，我们只有两个选择。我们会有一位总统，他会有一个议事日程。如果我们不选择更好的议事日程，我们就得和另一个生活在一起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007年附录：扩展5日工作周类比

让我们进一步分析我们的5日工作周类比。记得大部分人说如果税率为50%，他们就不会工作。好吧，这里有个新的命题。

选一个你能叫出名字的人，一个朋友或者陌生人。在未来20年中，在你们的这一单向合伙关系中，你将是他的合伙人。你可以在以下两组条件中作出选择：

A. 你将得到那个人每年所挣的超过30 000美元的所有收入的30%。

B. 你将得到那个人每年挣的30 000～100 000美元之间的所有收入的30%，以及他所得到的收入中超过100 000美元的所有收入的70%。

你选哪个，A还是B？

很容易看出为什么很多人会选B，因为他们希望得到更多的钱。但是想想我们在5日工作周类比中所看到的：他们说如果税率为50%的话就不工作了，因此如果税率为70%，他们肯定也不会工作。对你的合伙人而言，这一提议中的单向合伙关系就像是70%的税率。因此如果人们按照他们所说的去做，在税率为70%的时候，你将得不到任何收入的70%。什么也没有的70%总少于有一点儿收入的30%。

里根总统在1981年面临这样的选择。当时的最高一档的税率为70%，它导致处在最高那档税率的人选择不工作，投资于税盾，不扩大生意。简而言之，它导致10%的失业率。里根总统选择了A——最高档税率大约为30%——美国经济从此在发达国家中领先了25年。日本和西欧没有做出类似的选择。结果，它们的经济在超过10年的时间中发展缓慢或者处于停滞状态中。目前，西欧的失业率超过10%，而美国这个数字是5%。

了解单向合伙关系的关键是看问题的角度。选择能够让你挣钱最多的那组条件的话，你必须考虑你的合伙人的想法。虽然是你在确定条件，但生产财富的是你的合伙人。我发现这一类比很有用，因为我们的税制就是以这种方式确定的。政治家确定条件，但是纳税人生产财富。如果更细心地考虑纳税人的想法，我们的一些政治家会做得很好。

大约一年前，一位美国参议员说，如果他必须在一位买了辆新奔驰车的富人与对该富人征税以购买一辆新校车的国会之间做出选择，他——这位参议员——会投票选择对该富人征税以购买校车。这名参议员假设选择是在奔驰车与校车之间进行的。但是奔驰车是可有可无的东西。那位富人没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有奔驰车也能活。在35%的税率下，如果想买一辆价值65 000美元的奔驰车，就必须挣100 000美元，并缴纳35 000美元的税让政府可以买校车。在50%的税率下，如果想买那辆奔驰车，他就得挣130 000美元。人们对我说在50%或者更高的税率下，他们就不工作了。换句话说，那位富人不是为了买那辆奔驰车而去挣130 000美元，而是可能干脆闲待在家里，这也意味着在更高的税率下，你既得不到奔驰车也得不到校车。我相信这就是在20世纪70年代所发生的事情，我相信如果我们把税率提高到大幅高于现行税率的水平，这也是将会出现的结果。

最根本的一点是，经济学是关于人及其选择的。理解经济学的简便方法就是为别人设身处地地着想。如果你想发展经济，就考虑考虑那些让经济增长的人的想法。他们的需求是什么？在什么样的条件下，他们才会有最强的工作动力？如果你让人们从他们自己的工作中受益，经济就会增长，从而为每个人——工人、企业所有者以及政治家们——制造更多的繁荣。

如何选择资金经理

本文最初发表于2001年7月出版的《米伦坎普备忘录》第59期。

投资者犯的最常见的错误之一就是他们经常将资金从一个资金经理那里转移到另一个资金经理那里，而且常常是在错误的时间转移的。人们倾向于根据资金经理最近1～2年的良好业绩来选择资金经理。但随后如果资金经理业绩不佳，投资者就会将资金转移走。这种方法的问题是，从本质上看，投资者在高买低卖。解决的办法是当初在选择资金经理的时候就要尽力做好工作，这样在他业绩不好的年份中，你也会满怀信心地与他坚持到底。米伦坎普教给我们如何做好选择资金经理的工作。

选择职业资金经理与在其他领域中选择专业人士有很多的共同之处。如同选择律师或者会计师一样，如果该资金经理没有长期的专业从业历史或者你与他之间没有私交，那就很难判断他的基本能力和诚信情况。因此，投资者必须依赖现有客户和其他专业人士的推荐。

资金经理的推荐信通常可以从经纪人协会成员那里获得，或者从会计师与律师那里获得，最好从那些服务于该资金经理的现有客户的那些专业人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

士那里获得。

除了考虑基本的诚信度和能力外，在选择资金经理中投资者真正需要的是找一位有着一以贯之、能让投资者感到舒适的投资理念的经理。一以贯之和舒适性是关键。

有很多可以赢利的投资理念。一些知名的理念包括基本价值投资、逆向投资（就是逆公众普通接受的看法而行）及收益惯性投资。这些投资理念中的任何一种，如果一以贯之地得以执行，都能挣到钱。

难就难在执行的一以贯之。无论潜在的投资理念多好，它总有似乎不管用的时候。也正是在这种时候，投资者容易受到诱惑，去尝试不同的投资理念，而这一不同的投资理念常常正是在这个时候开始失效。因此，成功的投资在很大程度上取决于在面对当前的情感趋势时，能否不为其所动。只有在投资者和资金经理都对自己目前的所作所为感到舒适自在并对其具有坚定的信心时，才能做到这一点。

我们称之为“睡眠因素”。人们花钱雇用资金经理不仅是为了获得不错的收益，也是为了让投资者晚上睡得安稳。一个让投资者夜不能寐的投资理念或者方法对投资者的身心健康都有明显的不良影响，这种不良影响最终也将殃及投资者的财务健康状况。

对投资理念感到不舒服的投资者会作出变更以让自己变得舒服，因此至关重要的是，用于投资的理念与方法必须让投资者感到舒服，这样在逆境面前他也会坚持这些理念与方法。

因此，投资者和资金经理必须实现真正的心灵相通。经理必须以投资者能够理解的语言解释自己的理念，彼此之间的对话必须持续，彼此之间不应该有任何隐瞒。

因为会有选定的投资理念似乎不管用的时候，投资者和资金经理之间还必须就判断资金经理是否按照他说的在做所需的合理时间是多长达成谅解。资金经理在实现投资者的期望吗？投资者的期望与选定的投资理念与方法一致吗？

例如，在短期的市场上扬中，价值导向的长期投资理念的投资业绩通常不会超过市场平均水平。如果投资者没有认识到这种趋势，在狂涨的牛市中他可能怀疑自己对价值投资走向的经理的选择。他可能会觉得不舒服，考虑河中换马，而其实他真正需要的不过是更好地了解现在骑着的马匹。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且，在投资业中这种优柔寡断可能会尤其致命，因为今年的英雄（或蹩脚家伙）很少日后重复出现。沿用我们的马匹比喻，投资者常常在一匹马将要不行的时候跳到它的背上，而此时正是他最初所骑的马恢复元气的时候。为了避免这种灾难，投资者与资金经理必须有共同的投资目标与看法。

选择资金经理的最后一个因素是客户报告。对于资金经理来说，这常常是一个被滥用的地方，客户报告的杂乱无章证明了最大的电脑并不一定能制作出最好的报告。

对于被投资术语吓得第一页都读不下去的投资者来说，一份30页的客户报告毫无用处。其目的更多地是为了将投资者淹没在投资术语中而不是教育投资者，这种用心制作出来的报告常常把糟糕的业绩隐藏在一大堆杂乱无章的统计数字与债券久期等式中。

相反，一个好的、有用的报告告诉客户当他开始雇用资金经理时他的资产组合的价值、价值的变化以及现在的价值。

它显示在给定期限内客户的资产组合所产生的收益率，以及如果客户需要可能还包括客户的收益率与市场平均回报率（道琼斯工业平均指数、标准普尔500指数等等）的对比，或者与其他任何客户自己选择的东西的对比。它显示客户资产组合持有的证券、证券的市场价值及其收益率。如果该账户要纳税，报告还提供实际获得的收益或遭受的损失数据以供客户填写税收申报表之用。

别的（除非客户特别要求的东西）都不是必需的。客户阅读并能理解的是简单直接的报告。复杂而混乱的报告直接被放进文件堆里束之高阁。

总而言之，成功的投资经理需要一个一以贯之的投资理念、视角感以及贯彻这一理念所需要的自信与自律。另一方面，投资者必须理解投资经理的理念并对它感到舒适自在。他必须知道这一理念为什么会成功、什么时候不会成功，这样他也具有将这一理念坚持到底的信心。一位明智的投资者说过，在资金管理行业中，唯一的意外都是不好的意外。他是对的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第8章

回归正常

(2002-2006年)

这一时期，通货膨胀率稳定在2%～3%，在过去10年中平均通货膨胀率为2%。大部分行业存在大量的生产能力。这是**正常状态**——自1965年以来我们就未见过的正常状态。在正常的经济中，一家公司的业绩如何（因此，它的股票怎么样）取决于它经营得怎样。市场中的短期变动总是由吹捧、希望与恐惧驱动的，但长期投资者可以根据公司业绩、价格与价值选择股票。

读到上面的文字时，有些人担心历史将会重复，我们将经历1965～1980年中所经历过的不断上涨的通货膨胀率和糟糕的股市业绩。但这如同在第二次世界大战后预期将出现大萧条一样，因为我们在第一次世界大战后有过一次大萧条。第二次世界大战后的情形与第一次世界大战后的情形并不一样，主要是因为第二次世界大战后公众（因此政府）担心将出现另一个大萧条，并采取了行动避免它的出现。同样，因为我们有过1965～1980年间的通货膨胀，我们对通货膨胀很敏感。今天，我们不会过度增加货币供应，因为我们仍然担心通货膨胀。1999年，阿兰·格林斯潘差不多就说了他宁愿经济陷入衰退，也不愿过度增加货币供应。他就是这样做的！2004～2006年，出于减缓经济增长并控制通货膨胀的明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确目的，美联储再次提高利率。当人们担心某件事情的时候，他们及其政府会采取行动避免这一事情的发生。

当回顾过去时，我们必须记住历史很少分毫不差地重复自己。我们不能简单地对过去进行外推，并希望以此预测未来。历史因素在今天仍然有关联，但我们必须在环境中理解过去对现在的含义。

2002年

- 美国第三大折扣零售商凯马特申请破产保护。
- 安达信因销毁与安然有关的文件而被陪审团判决妨碍司法罪罪名成立，这一判决鼓舞了检察官对安然丑闻追查到底。
- 拥有1 070亿美元资产的世界通讯公司申请破产，这是美国历史上最大的破产案件。（这一美国第二大长途电话公司说它发现了38亿美元的支出记账不当。）
- 美国贸易赤字上升到359亿美元，创历史最高纪录。
- 陆军退伍军人约翰·阿伦·穆罕默德和约翰·李·马维奥因同导致10人被杀3人受伤的冷枪狙击案有关而在马里兰州的弗雷德里克被捕。
- 美国国会授权总统布什对伊拉克使用武力。
- 在船坞关闭之后，西海岸船坞工人和海上运输公司达成了一个为期6年的临时合同。
- 世界“艾滋病日”公布全球有4 200万HIV病毒携带者，其中75%在撒哈拉以南的非洲。
- 普通邮件邮资从每盎司34美分涨到每盎司37美分。

2003年

- 通货膨胀稳定，过去7年通货膨胀率平均为2%；长期国债收益率为5%；股票的平均市盈率为17。
- 美国劳工部公布失业人口860万（6%），这是8年来最高的数字；布什总统签署联邦失业福利紧急延长法案。
- 在预定于佛罗里达州着陆前16分钟，“哥伦比亚”号航天飞机在得克萨斯州上空解体并起火，7名宇航员全部遇难。
- 3月20日，美国领导的地面战争在伊拉克打响；美军制定了“震撼与敬畏”战略。5月1日，布什总统宣布“在伊拉克的主要作战行动已经结束”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 美国国会最终批准了对家庭、投资者以及企业减税3 300亿美元的方案，加快所得税的削减，降低联邦股票红利税，将儿童抵税额增加到每名儿童400美元。
- 加州首次全州范围内的罢免选举罢免了州长格里·戴维斯，并选举演员阿诺·施瓦辛格为州长。
- 美联储将短期利率降低0.25%；最新的1%短期利率是1958年以来最低的。
- 最后一个“协和”号航班11月26日从伦敦希思罗机场起飞。

2004年

- 纪念第二次世界大战中在美国军队服过役的1 600万男女的国家纪念碑在华盛顿特区对公众开放。
- 在马德里，基地组织声称对炸毁4辆通勤列车，导致190人死亡1 450人受伤的一系列炸弹爆炸事件负责。
- 美国将权力移交给伊拉克临时政府，伊亚德·阿拉维任总理。
- 驾驶员麦克·麦尔维尔（Mike Melvill）驾驶“太空船一号”（SpaceShip One）火箭飞机升入加州上空62.5英里[⊖]的高空，成为首位私人宇航员。
- 车臣恐怖分子在俄罗斯北奥塞梯共和国的一所小学里绑架了约1 000名学生作为人质。恐怖分子将人质扣押在一所安置了炸药的体育馆中。超过300人死亡，其中一半以上是孩子。
- 哈米德·卡尔扎伊（Hamid Karzai）在阿富汗第一次总统选举中当选总统，尽管塔利班组织发出恐怖威胁，但还是有数百万人参加了投票选举。
- 乔治 W. 布什总统再次当选美国总统。
- 靠近印度海的苏门答腊岛发生大地震，引发一场致命的海啸，导致了人类历史上最严重的自然灾难之一。

2005年

- 1月，数百万伊拉克人参加了该国50年来的首次民主选举。
- 7月7号，恐怖分子在英国伦敦拥挤的地铁和一辆双层巴士上引爆炸药，导致56人死亡和700多人受伤，这是第二次世界大战以来英国遭受的

⊖ 1英里=1.609公里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最大规模的袭击。

- 8月29日，飓风“卡特里娜”席卷了墨西哥湾海岸，对新奥尔良市和密西西比州与阿拉巴马州海岸地区造成了巨大损害。约1 300人死亡，经济损失达1 500亿美元。
- 法国巴黎郊区爆发骚乱，这一骚乱由因数年的高失业率而感到不满的青少年引发。1人死亡并有126名警察和消防人员受伤，约9 000辆汽车和两座建筑着火。
- 印控克什米尔地区的穆斯林人举行罢工，关闭学校、商店和工厂，抗议遥远的丹麦一家报纸漫画中对先知穆罕默德的描绘。

2006年

- 伊拉克的武装冲突变得更加血腥，更加难以控制。以色列和黎巴嫩之间发生恶性小规模交火。苏丹内战持续不断。
- 名为“维基百科”（Wikipedia）的网上词典，人们可以展示自己拍摄的视频的网络YouTube和网络都市Myspace成为不断发展的互联网的创新性力量。
- 著名的天文学家们宣布按照新的历史性标准，冥王星不再是行星；该标准把太阳系的行星数量从9个减少到8个。
- 波斯尼亚举行历史性的大选，将选出自1992～1995年战争结束以来，在没有国际监督的情况下管理国家的第一个政府。
- 民主党在国会众议院和参议院的选举中都大获全胜。

消费者支出

本文最初发表于2003年，数据收集到2000年。在2007年，将数据更新到2006年，并增加了图表。

消费者支出和消费者负债常被用于经济是否健康的指标。如果消费者支出强劲，那么经济将会持续增长。如果消费者负债得到控制，那么消费者支出就会是可持续的。在本文中，米伦坎普分析了过去55年中的消费者支出数据，从而不仅了解了总体经济的强劲程度，而且评估了这55年中消费者支出模式的变化。随后，他从债务支付占可支配收入比例的角度分析了消费者负债。换句话说，就是每个家庭的预算中，债务支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

付是多大的负担。这一债务负担表明消费者支出是否是可持续的。

多年来，我一直把表8-1放在我的公文包中随身携带。表中的数据直接来自美国经济分析局（Bureau of Economic Analysis），最新版本列出了过去50年中美国个人消费支出（PCE）的情况。该表然后把总支出分解为各种不同支出占总支出的比例。我在表头增加了3行。

表8-1 个人消费开支（PCE）.

	1950年	1955年	1960年	1965年	1970年
PCE总额（10亿美元，按现在美元计算）	192.70	259.00	332.30	444.30	648.90
PCE总额（10亿美元，按2000年美元计算）	1 336	1 616	1 876	2 354	2 798
美国人口/百万	151	165	179	191	203
人均PCE（1 000美元，按2000年美元计算）	8.8	9.8	10.5	12.3	13.8
消费者支出（占PCE的比例）					
耐用商品（%）	15.9	15.0	13.0	14.2	13.1
机动车辆及部件（%）	7.1	6.8	5.9	6.7	5.5
家具及家用电器（%）	7.1	6.3	5.4	5.6	5.5
其他（%）	1.7	1.8	1.7	1.8	2.1
非耐用品（%）	51.0	48.1	46.0	43.1	41.9
食品（%）	28.0	26.5	24.8	22.7	22.2
衣服鞋子（%）	10.2	9.0	8.1	7.7	7.4
汽油与石油（%）	2.9	3.3	3.6	3.3	3.4
燃油与煤炭（%）	1.8	1.5	1.1	1.0	0.7
其他（%）	8.2	7.9	8.3	8.5	8.3
服务（%）	33.1	36.8	41.0	42.7	45.0
住房（%）	11.3	13.3	14.5	14.7	14.5
家庭生活（%）	4.9	5.5	6.1	6.0	5.8
交通（%）	3.2	3.3	3.4	3.3	3.7
医疗（%）	3.7	4.4	5.3	6.3	7.8
娱乐休闲（%）	2.0	2.0	2.1	2.2	2.3
个人事务（%）	3.4	3.9	4.4	4.7	5.0
其他（%）	4.5	4.6	5.2	5.6	5.9
政府从社会保险得到的收入①（占PCE的比例）	2.9	3.5	4.9	5.3	7.2

① 该比例是基于雇主与雇员为社会保障、医疗保险、失业保险、工人报酬等向政府缴纳的总格：表2.3.5《按主要产品类型分类的个人消费开支》

数据来源：US.Bureau of Economic Analysis, www.bea.gov。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(1) 首先，我扣除了PCE中的通货膨胀因素，以把所有数据都折算成2000年美元价值；

(2) 然后，我列出了各年美国的人口总数；

(3) 最后，我计算了人均PCE。

我摘取个人消费支出者数据，并以进行通货膨胀调整后价值稳定的美元数额计算人均支出并绘制成图。如图8-1所示。

1950～2005年

1975年	1980年	1985年	1990年	1995年	2000年	2005年
1 030.30	1 762.90	2 712.60	3 831.50	4 969.00	6 638.70	8 745.70
3 200	3 576	4 209	4 907	5 523	6 684	7 792
215	227	238	249	265	281	296
14.9	15.8	17.7	19.7	20.8	23.8	26.3
13.0	12.2	13.4	12.2	11.9	12.0	11.7
5.3	4.9	6.5	5.4	5.0	5.0	5.1
5.3	4.9	4.7	4.5	4.5	4.6	4.3
2.3	2.3	2.2	2.3	2.3	2.4	2.4
40.8	39.5	34.2	32.5	30.1	29.5	29.3
21.7	20.2	17.2	16.6	15.2	14.3	13.9
6.9	6.1	5.6	5.3	5.0	4.7	3.9
3.9	4.9	3.6	2.8	2.3	2.5	3.3
0.8	0.9	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
7.6	7.4	7.3	7.4	7.4	7.8	7.9
46.2	48.4	52.4	55.3	58.0	58.5	58.9
14.3	14.5	15.0	15.3	14.9	14.4	14.7
6.2	6.5	6.7	5.9	6.0	5.8	5.5
3.5	3.7	3.7	3.7	4.0	4.0	3.7
9.1	10.3	11.9	14.1	15.7	14.8	17.3
2.5	2.4	2.8	3.2	3.5	3.8	4.1
5.2	5.9	6.9	7.4	8.2	9.5	7.5
5.5	5.2	5.4	5.7	5.7	6.2	6.3
8.7	9.4	10.4	10.7	10.7	10.5	9.9

金额计算的。要了解更详细的信息，可访问经济分析局网址：www.bea.gov。这一数据来自以下表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

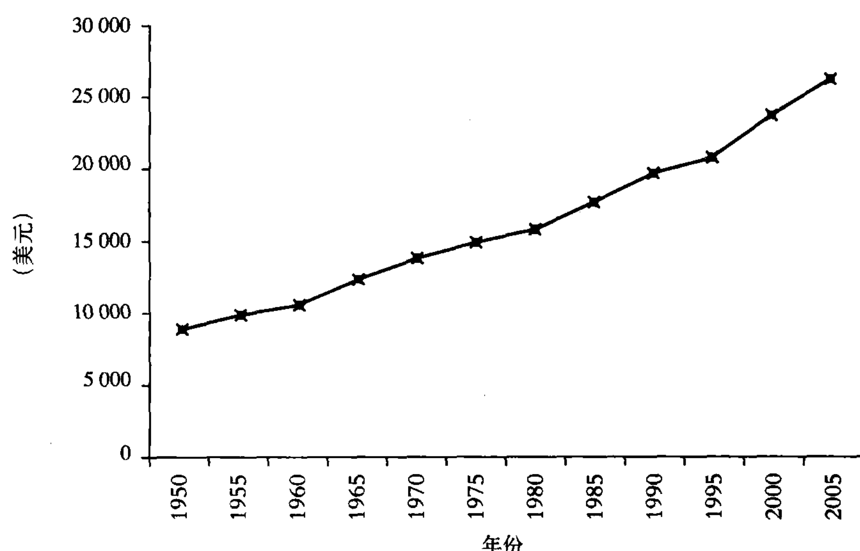


图8-1 人均个人消费支出，1950～2005年

图中数据告诉了我很多东西。第一，从1950～2005年，美国经济经历了巨大的增长。在这55年中，个人支出从不到2 000亿美元增加到超过87 000亿美元，增长了45倍。当扣除通货膨胀上涨了7.7倍的影响后，个人消费支出按美元的实际价值计算增长了5.8倍。在扣除人口增长的影响后，个人消费支出增长了3倍。按净增长计算，2005年我们的富裕程度是1950年我们祖父辈富裕程度的3倍。

有些人可能会说“那是支出，不是收入”。这是对的。因此在图8-2中，我同时显示了个人消费支出与个人可支配收入。

让我们把支出分成4类：耐用商品、非耐用商品、服务和政府社会保险（如图8-3所示）。自1950年以来，耐用商品支出所占的比例相当稳定，而非耐用商品支出所占的比例则一直在下降，服务支出所占的比例一直在增加，政府社会保险支出的比例也在增加。我将依次再将这4类进行细分。

让我们先从非耐用商品开始，特别是食品与服装（见图8-4)。对我来说，食品方面让人感兴趣的是尽管我们已经努力了，按人均计算，我们也无法比祖父辈消费更多的食品。因此食品消费相对稳定。然而，尽管我们现在花在食品上的钱有一半是在家庭之外花费的，因此包括准备费用消费者可支配收入中用于食品的比例下降了一半（从28%下降到14%)。服装支出占可支配收入的比例从10%下降到4%。今天我们拥有的服装比50年前的人拥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

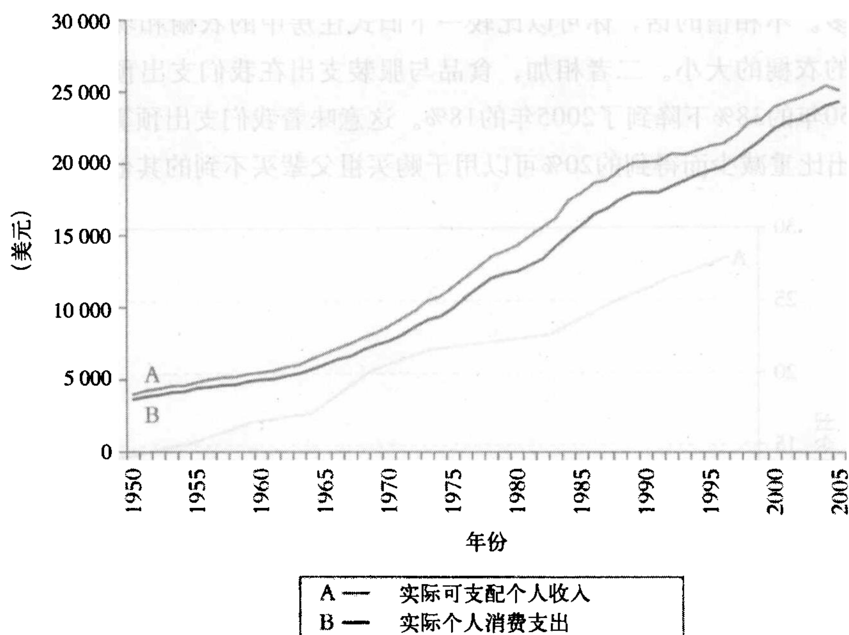


图8-2 实际个人消费支出与实际可支配个人收入对比，1950～2005年

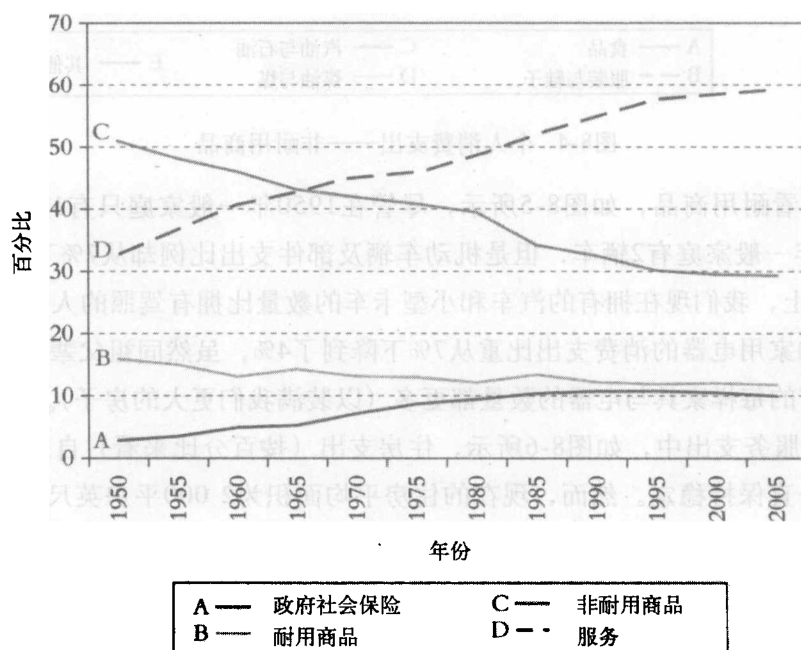


图8-3 各类个人消费支出（占总支出的比例）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有的多。不相信的话，你可以比较一下旧式住房中的衣橱和现在可以容人进出的衣橱的大小。二者相加，食品与服装支出在我们支出预算中的比例从1950年的38%下降到了2005年的18%。这意味着我们支出预算中食品与服装支出比重减少而得到的20%可以用于购买祖父辈买不到的其他东西。

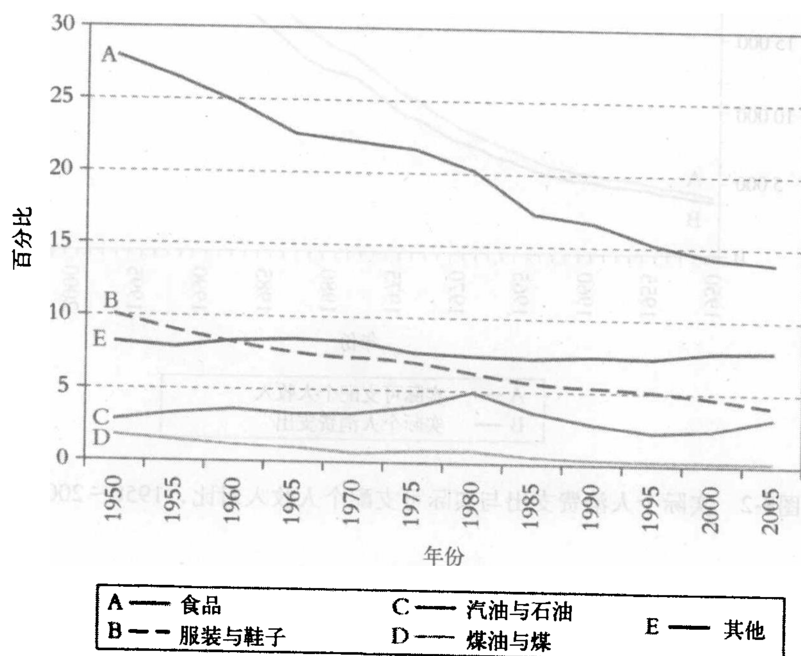


图8-4 个人消费支出——非耐用商品

再看耐用商品，如图8-5所示，尽管在1950年一般家庭只有1辆车而在2007年一般家庭有2辆车，但是机动车辆及部件支出比例却从7%下降到5%（实际上，我们现在拥有的汽车和小型卡车的数量比拥有驾照的人数还多）。家具和家用电器的消费支出比重从7%下降到了4%，虽然同祖父辈相比，我们拥有的每样家具与电器的数量都更多（以装满我们更大的房子）。

在服务支出中，如图8-6所示，住房支出（按百分比来看）自从1960年以来一直保持稳定。然而，现在的住房平均面积为2 000平房英尺[⊖]。而在1960年，住房的平均面积为1 000平房英尺。因此，虽然现在我们的家庭人口少了，我们的住房面积增加了一倍。同样，家庭生活支出和交通支出也保持稳定（从百分比看）。

⊖ 1平方英尺=0.093平方米。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

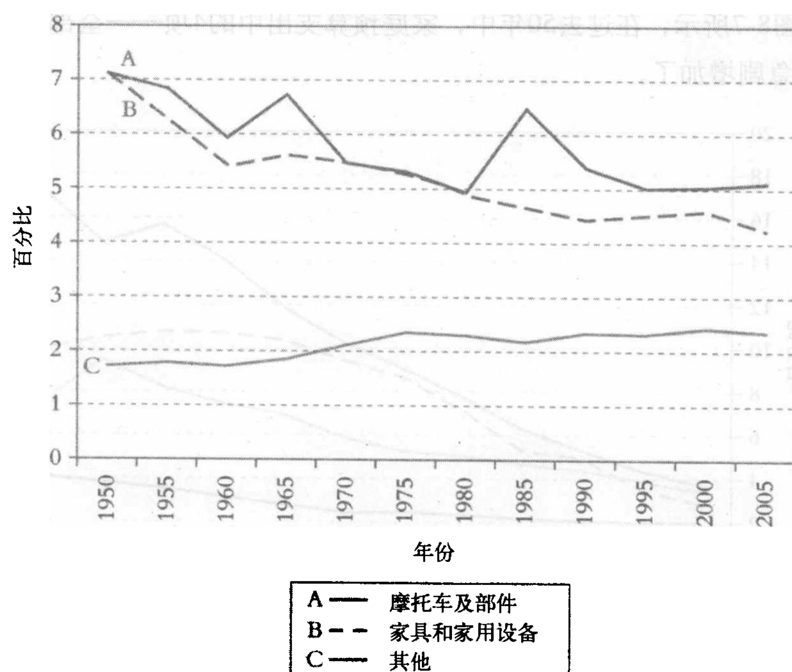


图8-5 个人消费支出——耐用商品

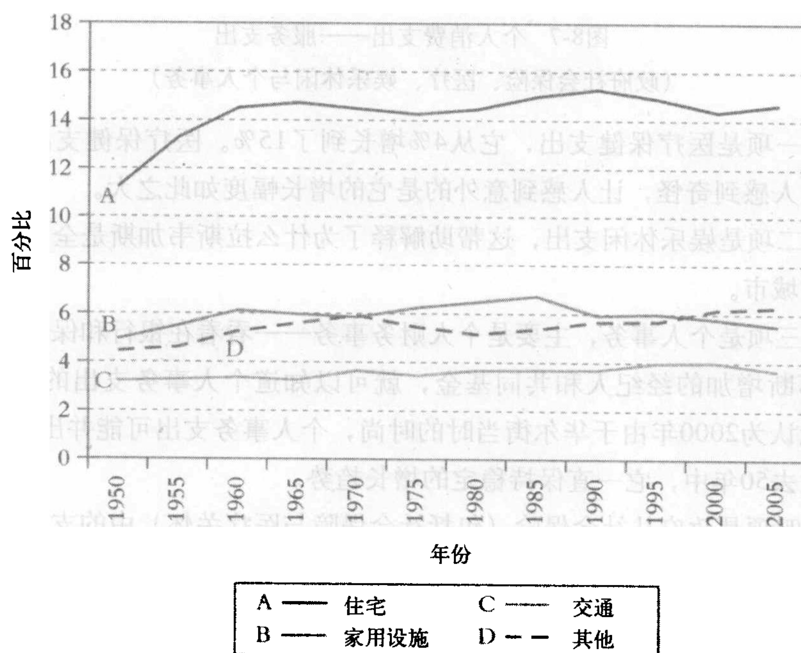


图8-6 个人消费支出——服务支出（住宅、家庭生活、交通及其他）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如图8-7所示，在过去50年中，家庭预算支出中的4项——全部是服务消费——急剧增加了。

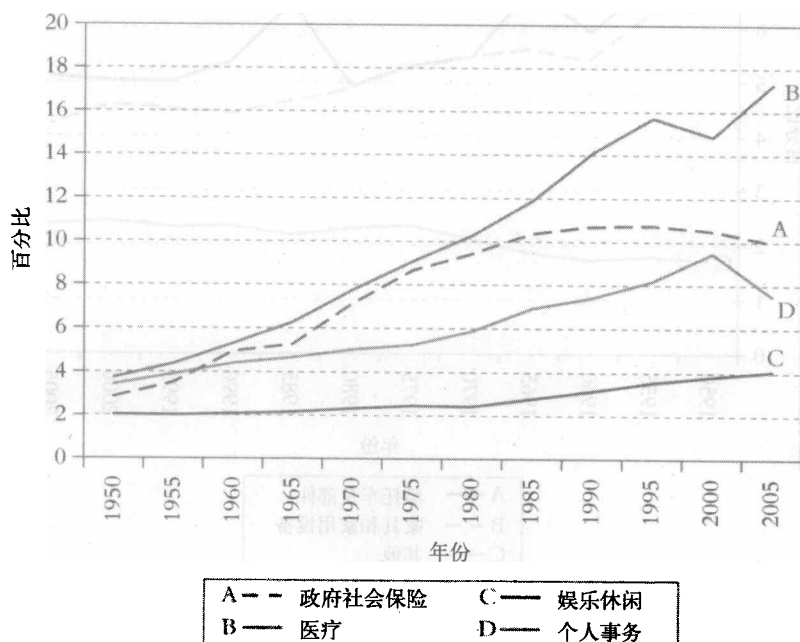


图8-7 个人消费支出——服务支出
（政府社会保险、医疗、娱乐休闲与个人事务）

第一项是医疗保健支出，它从4%增长到了15%。医疗保健支出的增加并不让人感到奇怪，让人感到意外的是它的增长幅度如此之大。

第二项是娱乐休闲支出，这帮助解释了为什么拉斯韦加斯是全美国发展最快的城市。

第三项是个人事务，主要是个人财务事务——看看在银行和保险公司基础上不断增加的经纪人和共同基金，就可以知道个人事务支出的增长了。虽然我认为2000年由于华尔街当时的时尚，个人事务支出可能并出现增长，但在过去50年中，它一直保持稳定的增长趋势。

第四项是政府从社会保险（包括社会保障与医疗关怀）中的支出，这一支出在1950～2005年间增长了3.5倍。政府没有把这一项纳入支出中，但我把它加上了。

对于投资者来说，这些趋势让人觉得有趣。作为投资者，我们常常偏爱那些长期趋势是上涨的领域。但是我们知道，在那些从比例上看个人支出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在不断减少的领域中，我们也有可能挣不少的钱。想想20世纪80年代的食品股票或者1972年以来的沃尔玛股票。

消费者负债

我还听说消费者现在负债累累，因此不可能维持目前的消费水平。我经常看见反映消费者负债与收入比增加率的图形，如图8-8所示。但是这些将负债（资产负债表中的项目）与收入（损益表中的项目）进行对比的图形忽略了利率的变化。我认为更有用的比较是图8-9所示的资产负债比。注意，图8-8中的“总负债”也就是图8-9中的“负债”。

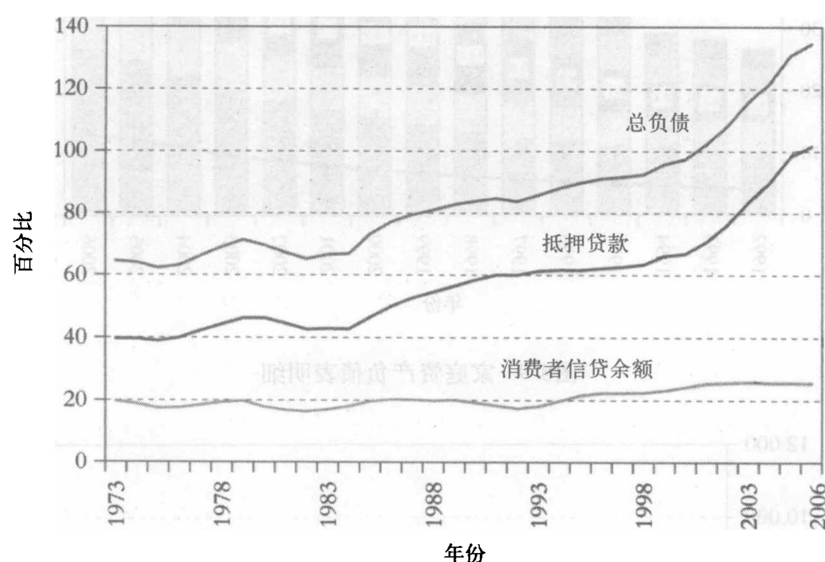


图8-8 家庭债务占可支配个人收入的比例

在比较负债与资产时，我发现自从第二次世界大战以来，该比率一直呈现逐步下降的趋势。1950年，资产与负债比为4.5，而2005年，这一比率为5.5（见图8-9）。记住图8-9中的“负债”就是图8-8中的“总负债”。

图8-10所示的债务看起来也吓人，但是它忽视了如下事实：从1980年以来抵押贷款利率下降了一半，而收入增加了。

当把债务的本息偿还与可支配收入进行比较时，我们得到了图8-11。

因为现在利率较低，所以现在的负债水平对消费者来说没有那么沉重。图8-11显示，在过去的25年中，家庭债务偿还负担在14%～18%之间。有人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认为从现在开始利率只会上升（我不这么认为），但是大部分住房抵押贷款是固定利率，这就意味着即使抵押贷款利率真的上升，大部分房主的债务负担也不会自动增加。（要获得更多的关于调整后住房抵押贷款利率的信息，请阅读我们在第5章中的文章《为什么近期内利率不会"回升"》）。

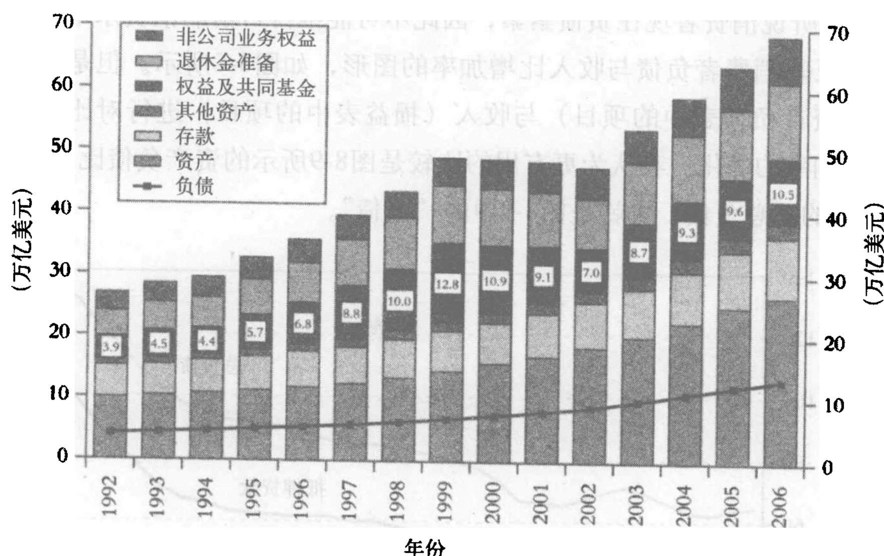


图8-9 家庭资产负债表明细

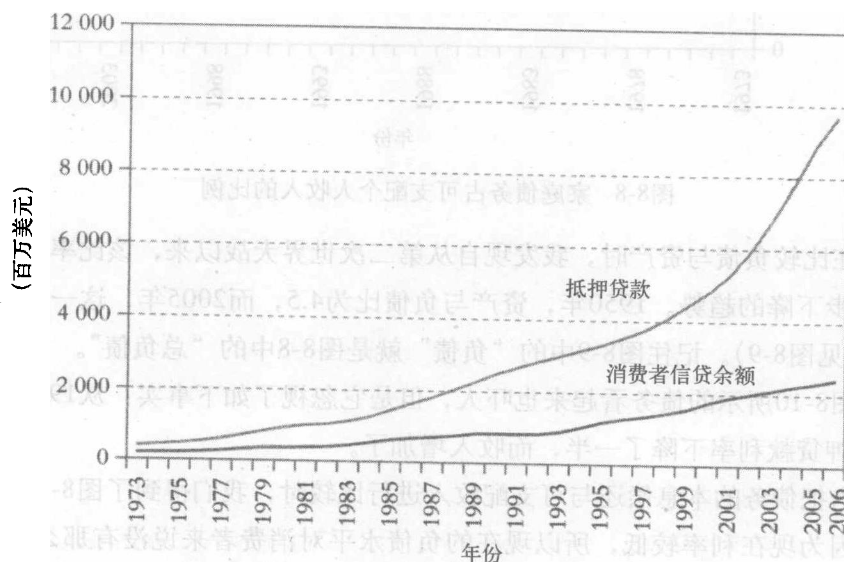


图8-10 债务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

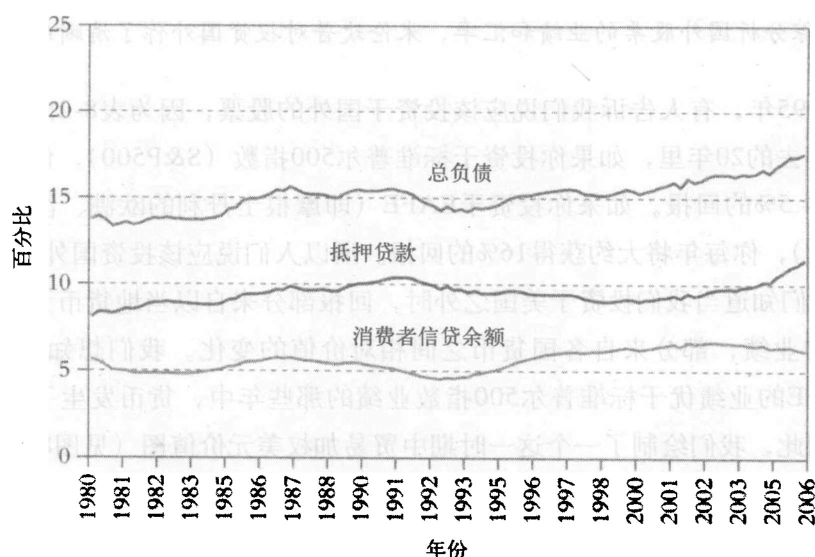


图8-11 家庭债务偿还负担（本息偿还/可支配收入，%）

各位，消费者并没有被债务压倒。

编者的话

让我们回顾一下：同祖父辈相比，我们更经常地外出吃饭，但是（从百分比看）我们在食物上的支出只有祖父辈在食物上支出的一半。我们有更多的衣服可穿，但是（从百分比看）我们花在衣服上的钱只有祖父辈花在衣服上的钱的一半。我们住着更大的房子，房子里摆着更多的家具和各种用具，但是（从百分比看）住房支出却保持稳定，而且（从百分比看）我们在耐用商品上的支出减少了。我们的医疗保健支出在增加，但是我们活得更长。我们的娱乐休闲支出在增加，这说明我们把更多的钱花在休闲娱乐上。换句话说，在美国，不仅是个消费者就是国王，而且这个国王仍然富有。

投资国外

这篇文章改编自2002年12月在米伦坎普公司举行的研讨会上所作的报告。就像很多投资者在作投资决策时没有考虑到通货膨胀的影响一样，很多投资者在美国以外地区投资时没有考虑汇率的影响。在这篇文章中，通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过跟踪分析国外股票的业绩和汇率，米伦坎普对投资国外作了清晰的分析。

1995年，有人告诉我们说应该投资于国外的股票，因为表8-2向我们表明在过去的20年里，如果你投资于标准普尔500指数（S&P500），你每年将获得14.5%的回报。如果你投资于EAFE（即摩根士丹利的欧洲、澳洲和远东指数），你每年将大约获得16%的回报。所以人们说应该投资国外股票。

我们知道当我们投资于美国之外时，回报部分来自以当地货币为面值的证券的业绩，部分来自各国货币之间相对价值的变化。我们想知道的是，在EAFE的业绩优于标准普尔500指数业绩的那些年中，货币发生了什么变化。因此，我们绘制了一个这一时期中贸易加权美元价值图（见图8-12）。

表8-2 比较回报：美国国内与国际股票，1975～1994年

国内与国际股票的比较回报			年份	S&P 500	EAFE①
			1975	37.31	37.10
			1976	23.99	3.74
			1977	−7.19	19.42
			1978	6.39	34.30
			1979	18.65	6.18
20年	累计回报(%)	年度化回报(%)	1980	32.39	24.43
S&P500	1 420	14.19	1981	−5.26	−1.03
EAFE*	1 962	16.05	1982	21.53	−0.86
			1983	22.59	24.61
			1984	6.30	7.86
			1985	31.80	56.72
			1986	18.67	69.94
			1987	5.25	24.93
			1988	16.61	28.59
			1989	31.69	10.80
			1990	−3.10	−23.20
			1991	30.47	12.50
			1992	7.62	−11.85
*摩根士丹利的International Europe-			1993	10.08	32.94
Australia-Far East Index			1994	1.32	8.06

① 右边的竖条代表的是EAFE回报高于S&P500回报的年份。

资料来源：Morgan Stanley International Europe-Australia-Far East Index。

我们发现，在EAFE的回报比S&P500的回报高出超过2%的所有的时期中，美元都在贬值，而这也正是EAFE 的回报高于S&P500回报的唯一时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1995年年初，在我们看来，美元低于它应该处的价位，因此我们认为不是投资国外证券的时机。



图8-12 贸易加权美元价值，1971～1995年

那1995年以来，EAFE的回报怎么样呢？让我们看看表8-3中更新的数据。

在从1995～2002年的这一段时期中，相对于其他货币，美元持续升值，EAFE的回报不如S&P500的回报。在1995年投资海外证券不会是一个明智的选择。

图8-13绘制了1975～2006年间的贸易加权美元价值、S&P500回报以及EAFE的回报。你可以看到每当黑色区域上有灰色区域时，就都是EAFE的回报高于S&P500的回报的时期——所有这些时期也正是相对于其他货币，贸易加权美元的价值在下跌的时期。从1995～2006年，EAFE回报超过S&P500回报的时期有两个。

这是要吸取的教训。你不能以过去做类推来判断未来，必须有衡量价值的尺度。这会让你就如下问题做出判断：目前的价格趋势能否持续，或者是否已经超过了价值尺度，从而导致根本性的估值过高或者估值过低。市场部分地是估价，部分地是趋势和惯性。你希望两者都为你所用。2002年12月，美元似乎要开始上涨行情。它好像有点被高估了，因此坦率地说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国外股票10年来首次看起来能够引起人们的兴趣，所以我们开始在这方面做些工作。

表8-3 比较回报：美国国内与国际股票，1975～2006年（更新）

国内与国际股票的比较回报

32年	累计回报(%)	年度化回报(%)
S&P500	5 671	13.45
EAFE	5 213	13.15

*摩根士丹利的International Europe-Australia-Far East Index

年份	S&P 500	EAFE[①]
1975	37.31	37.10
1976	23.99	3.74
1977	−7.19	19.42
1978	6.39	34.30
1979	18.65	6.18
1980	32.39	24.43
1981	−5.26	−1.03
1982	21.53	−0.86
1983	22.59	24.61
1984	6.30	7.86
1985	31.80	56.72
1986	18.67	69.94
1987	5.25	24.93
1988	16.61	28.59
1989	31.69	10.80
1990	−3.10	−23.20
1991	30.47	12.50
1992	7.62	−11.85
1993	10.08	32.94
1994	1.32	8.06
1995	37.58	11.55
1996	22.96	6.36
1997	33.36	2.06
1998	28.58	20.27
1999	21.04	27.37
2000	−9.10	−13.96
2001	−11.89	−21.21
2002	−22.10	−15.66
2003	28.68	39.17
2004	10.88	20.70
2005	4.91	14.02
2006	15.79	26.86

① 右边的竖条代表的是EAFE回报高于S&P500回报的年份。

资料来源：Morgan Stanley International Europe-Australia-Far East Index。

一旦你投资海外，你就承担了两个额外的风险。第一个是会计风险（在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安然丑闻之后，我们开始认识到在美国，我们面临的会计风险比我们原来认为的要严重）。第二个就是货币风险。图8-13告诉我们在投资海外时，货币至少与具体的一个公司的财务业绩同等重要。

大约是在1994年或者1995年，摩根士丹利的人来到我们这座城市，侃侃而谈他们即将帮助上市的那些优秀的印度与中国公司，以及我们应该怎样投资这些公司并大赚一笔。对印度或者中国的公司，我了解它们什么？我得出的结论是如果摩根士丹利将帮助所有这些公司上市，那么我所知道的那家赚钱的公司就是摩根士丹利。摩根士丹利先收费后办事。所以我们买了摩根士丹利的股票，结果很不错。有时候简单一点好。

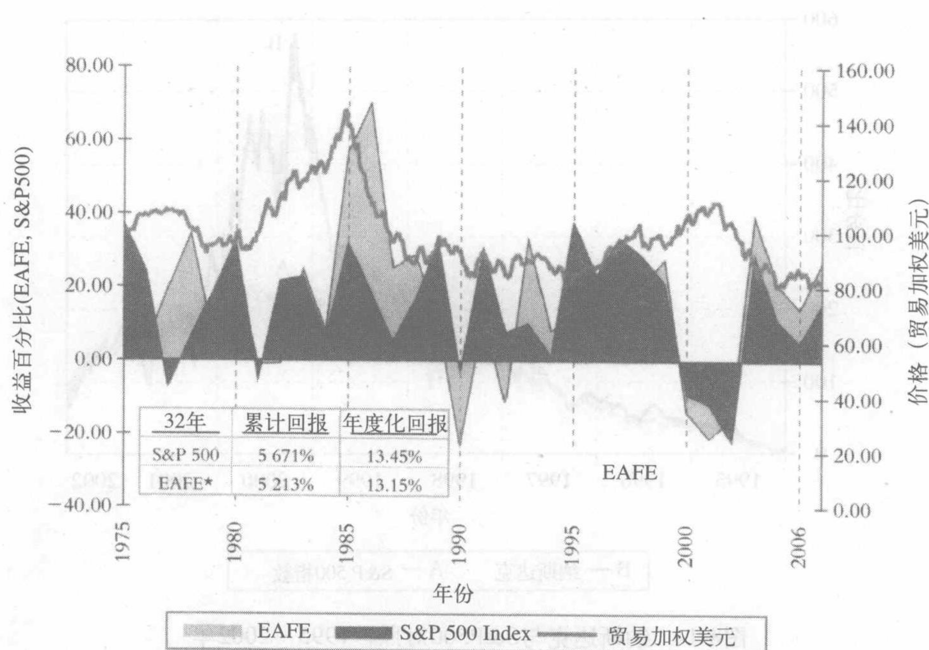


图8-13 国内与国际股票：比较回报，1975～2006年（更新）

狂热、衰退与回到正常

改编自2002年12月在米伦坎普公司举行的研讨会上所作的报告。投资界仍在试图弄明白为什么一些股票的价格（通常被称为高科技股泡沫）急剧波动。米伦坎普就为什么这些股票的价格涨涨跌跌以及如何了解它提出了自己的看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自1998年年末开始，美国公众发现了股市游戏。很多人购买电脑，上网，并发现了即日交易。由于喜欢电脑，他们喜欢上了科技股以及网上交易，于是科技股股价开始攀升。科技股涨势如此急剧，以至于更多的人加入了这一狂热行列之中。而华尔街——一个卓越的营销机构——帮助及鼓励他们相信并购买更多他们所想要的东西。这18个月中，股市游戏成了美国人最喜欢的游戏。然而，这不过是昙花一现的狂热。股票价格由于这一狂热而涨过其实，而在随后18个月里，科技股的股价跌回到了原地。见图8-14。（B线描绘了纳斯达克科技股股价的涨跌情况。股市的其余部分在图中由S&P500指数表示。）

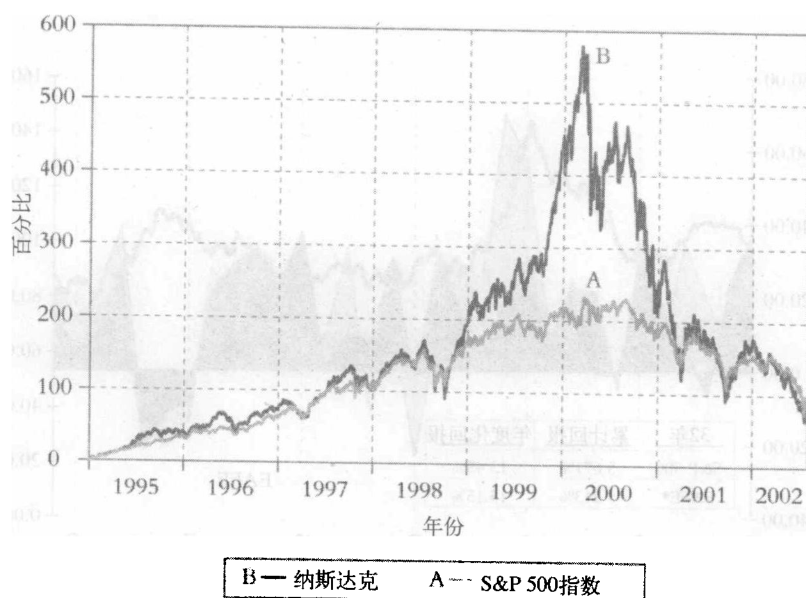


图8-14 纳斯达克与S&P500对照，1995～2002年

想想看，在3年的时间中，一场将数以百万计的人以及数以10亿美元计的资金卷入其中的狂热转完了一个圈子。使所有这些更具戏剧性的是很多投资者在投资方面毫无经验。当我们进入一个像金融业这样的陌生领域时，我们常常认为自己进入其中的时间是一个正常的时期——这样做是人类的本性。这如同在另一个国家观光的旅行者认为对于在这个季节中的这个地区来说，他们见到的天气是正常的天气一样。但是当他们询问当地的居民时，他们才发现自己经历的天气在当地是前所未有过的。投资科技股的投资者就是这样，而且他们中没有人相信本地人的话——本地人说科技股的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

暴涨是个侥幸取得的成功。

于是，很多投资新手相信快速上涨的股价是正常的，因此对随后出现的股价大跌没有做好准备。接下来他们能做的就是摸索着寻找答案。“发生什么了？为什么我的股票价格下跌了？”当地人回答说：“它们必然下跌。股票价格涨过其实了。”然后他们满怀希望地问道：“科技股什么时候能再涨回来？”当地人可能冷淡地回答说：“除非你停止问这个问题。”由于初来乍到且仍然感到有些震惊，投资新手哀叹说：“可是我的股票在1999年很好啊。”当地人看着新手的眼睛说：“是啊，但1999年早过去了。现在你能做的就是假装那些高价格从来就没有出现过，因为它们一开始就是不真实的。”

那么在这一时期中，那些更有经验的老手在做什么呢？当然，很多人也在玩这个游戏。华尔街分析师的工作就是为他任职的投资公司赚钱。这意味着招徕客户。如果一个分析师或者股票经纪人在1998和1999年没有投资科技股，他将失去很多客户。而且，很难不被卷入那场狂热之中。科技股股价的飙升给人留下深刻的印象，很多人认为科技股热是真实的与可以持续的。科技是真实的，尽管付给公司的价格不是。互联网被视为是“新的铁路”（19世纪，铁路曾经是一个改变经济的卓越行业）。很少有评论员提及在美国一般的铁路公司已经破产4次。人们愿意相信科技股热是真实的与可以持续的。因此，为什么不投资科技股呢？

你是否听到过这句话：“如果某一事物好得似乎不是真的，那么它可能就不是真的。”股票市场就是这样，股市还有一个推论：“如果大家都认为某只股票值得购买，那么这只股票就不再值得购买。”到一般公众都认识到某只股票是一只好股票时，通常他们已经将这只股票的价格推到很高，这只股票已经不再值得购买。不管公司有多好，如果股票价格太高，那么股票就是太高。因此在股票市场中，投资者应该是一个独立思考者。（我差点写成“要有点逆向思维”，但是你必须知道**何时**进行逆向思维。）这就是投资的基本原则发挥作用的时候。但是在1998～2002年的市场中，即使那些决定坚守基本原则并且远离科技股的投资者也没有能够毫发无损。

高中时，我就发现自己不善于追求时尚；因此在1998年，我拒绝玩科技股游戏。相反，我坚守投资的基本方面，进行长期投资，寻找价格合适的有价值的公司。1999年当科技股正在狂涨时，我们看上去十分愚笨。2000年和2001年，我们显得聪明了一些。随后在2002年六七月份，很多人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为厌倦了股票市场而希望离开股市，不管股票价格如何。这导致整个市场下跌。我们也受到整个市场下跌的影响。因为知道股市会下跌，我们在年初保持10%的现金，但这还不足让我们全身而退。见图8-15。

现在是2002年年末（我们把图8-15的数据更新到2006年），除了亏损抵税抛售[⊖]外，时尚已经过去。今天看到科技股时，人们想起的常常要么是他们买进科技股时付出的价格或者是科技股曾经到达的最高价，这意味着每当他们看到科技股时都会感到痛苦。为了减轻痛苦，他们会逐步卖掉这些科技股。通常，当股市出现这种下跌时，在完成亏损抵税抛售之前，你要经历两个纳税年度。2001年，没有人赚到任何钱，所以不会有多少亏损抵税抛售。因此，可能再需要两年的时间，亏损抵税抛售才会完成。



图8-15 纳斯达克、S&P500与米伦坎普公司对比，1995～2006年

2002年是第二次世界大战以来第一个经济从衰退中复苏过来而股市却不景气的年份。我们认为这是公众心理反应过度的结果。短期来看，股票的价格是由人类心理决定的。在最长为6个月的时期内，股市总是由人类心理决定的。在6个月到3年的时间里，股市有时候是由人类心理决定的。超

⊖ 根据美国法律，投资者可以将亏损的股票卖掉，亏损部分可以用来冲抵当年应税收入。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过3年，希望、恐惧和吹捧的波动性相互冲销并趋向平均，股票的价格是由我称之为商业经济的东西决定的。

2002年，恐惧压倒了或者说推迟了正常的商业周期中所发生的事情。在科技股下跌之后，恐惧与不确定性充斥于市场之中。有“9·11”恐怖袭击之后的恐惧与不确定性。有对基地组织的惧怕，有因为干旱而导致的食品供应的不确定性。在华盛顿特区，我们甚至还有冷枪狙击手。有人对我说，这好像上帝就像是只千足虫。通常，流年不利的时候，他的鞋子会有两三只掉下来，但是今年它的鞋子好像在一只接一只地往下掉。

短期市场因此受挫于不确定性。但是长期而言，市场仍然由商业经济所决定。让我们看看当经济陷入衰退时，长期来看市场会怎么样。

理解经济衰退

这是我们从第二次世界大战以来经历的第10次经济衰退。在20世纪60年代和70年代，每隔3～5年我们就会经历一次经济衰退，以至于我认为经济衰退是经济周期中的正常部分。现在也是这样。但是这次是20年来第二次经济衰退，这就意味着我们有整整一代人不知道在经济衰退中该怎样办，市场会怎么办。在20世纪60年代和70年代，我的看法是在人们已经经历了四五次经济衰退后，他们才会认为经济衰退是灾难性的。如果你跟七八十岁的人谈论经济衰退，他们会说，“噢，又一次经济衰退”。如果某件事情每隔四五年你就经历一次，那么它就是你生活中的正常部分。如果你 10年左右才经历一次，那么它就是不太一般的事情。我们有整整一代年轻人不太了解正常的、周期性的经济衰退是如何进行的。

经济衰退就其本身而言具有内在的自我纠正能力。在经济衰退中，人们更努力地工作，节省开支，增加储蓄，以防自己失业。但是在经济衰退中，实际上只有2%～3%的人失业，95%没有。6～9个月后，这95%的人意识到他们将不会失去工作。于是他们又回到自己以前的那种消费方式中。

这只是一次普通的经济衰退。但是我们偶尔会把事情搞砸，并把经济衰退弄成更加棘手的事情。20世纪30年代，我们把经济衰退弄成了经济萧条。70年代，我们又把它弄成通货膨胀。每次都是经济气候的一次重大变化，这时正常的进程被中断甚至被逆转。让我们看看为什么会这样。

首先，我们看看大萧条。在20世纪20年代末和30年代初，我们做了3件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事情：

(1) 为了保证黄金的供应，我们提高了利率；

(2) 为了平衡联邦预算，我们提高了税率；

(3) 为了帮助我们的制造商，我们提高了关税。

所有这些行动就其本身而言似乎都是合理的。但是想想当你提高利率、税率和关税的时候，你会对消费者造成什么影响？你在杀死消费者。我们把衰退弄成了萧条。这次出现衰退时，我们降低了利率和税率。2002年年底，我们在钢铁和农产品这些东西上玩起关税这一愚蠢的游戏，但是不足以抵消低利率和低税率对经济的推动作用。我们相信我们不会面临经济衰退演变成经济萧条的危险。

在20世纪60年代后期，部分地是为了防止经济衰退，我们印发了大量货币从而导致了通货膨胀。20世纪60年代后期，我们可以那么做，因为那时我们是世界上其他国家的债权人。目前的经济减缓是为了避免出现通货膨胀而有意造成的。3年前，格林斯潘差点明确说了，他宁愿经济陷入衰退，也不愿增加货币供应。我们减缓经济增长的速度以防止至今还没有出现的通货膨胀！今天，我们对通货膨胀的过度敏感就像20世纪70年代我们对它的麻木不仁一样。我们对通货膨胀的过度敏感意味着我们不会有通货膨胀。

第三件会在经济衰退后导致长期气候发生变化的事情就是战争。在我们于2001年7月出版的通讯中，我们说我们认为不太可能发生战争。“9·11”恐怖袭击证明我们错了，但是我们有理由相信这场战争不会导致长期气候的变化。第一，与第二次世界大战不一样，目前我们正在进行的这场战争没有要求我们投入全部的经济力量。

第二，从袭击发生的那一刻开始，美国人民就在互相帮助。首先是在纽约，几分钟之内，就遍及全国。如果“9·11”之后美国公众都躲在家里说“我不出门，除非……”的话，那么我们就会担心经济的长远前景。但是实际上，从袭击发生的那一刻起，全美国人民都在帮助自己的邻居。

我所看到的第三件事是数周之后，通用汽车公司说，“我们以0%的利率把车卖给你”，于是人们蜂拥去买车。

我们认为，这只是一次正常的周期性经济衰退，而不是长期气候的重大变化。长期气候仍然是有利的，而不是不利的。工厂利用率和消费者支出等同步指标在2001年12月触底。不是所有的指标都已触底，但这些尚未触

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

底的指标都是滞后指标——例如失业率和资本开支。在看到零售销售或者对客户的销售给自己带来不断的现金流之前，公司不会花钱购买新的固定资产或者雇用更多的员工。因此，失业率和资本开支落后于经济增长，它们取决于公司决策。过去它们落后于经济上涨，现在它们落后于经济下跌。

坦率地说，我们认为如果你持有的不是科技股的话，那么股市的谷底在一年半以前——事实也是如此。因此，过去4年中，我们所做的是根据经济衰退之后出现的正常的周期性轮回进行投资，而不是玩那些被吹捧出来的股票。

回到正常

我们再回到正常状态，但这是1965年以来我们尚未经历过的正常状态。通货膨胀稳定，过去10年中平均为2%～3%。长期国债的利率在4%～5%之间，这是一个比较合理的水平。股票的平均市盈率是17，也比较合理。（在1965年，通货膨胀率在14年中一直保持稳定，平均为1.5%；国债利率稳定在4.5%；平均市盈率稳定在17，持续了7年）。另一个回到了正常状态的是几乎所有的行业都有了充足的生产能力。由于具有充足的生产能力，公司就必须比它的竞争对手做得更好才能赢利。沃尔玛要赢利，它就必须打败J.C. 彭尼和凯玛特；通用汽车要赢利，它就必须打败福特和克莱斯勒。

所有媒体业中的人向我提的第一个问题就是："市场在走向何方？"我反问他们："哪个市场？"我们的市场已经一分为二了4年之久。你不能简单地说"市场"。他们可能想要关注的市场是纳斯达克，或者科技股。我们已经不理它了。那是被吹捧出来的东西。

他们想问的第二个问题是："你喜欢哪个板块？"但是游戏已经结束。20世纪70年代，当通货膨胀率的变化决定一切的时候，具体某个公司的业绩如何无关紧要。通货膨胀上升，导致市盈率下降，压倒了一切。20世纪80年代，随着通货膨胀率下降，市盈率上升，所有的股票节节攀高。这种游戏现在已经结束。因为我们有充足的生产能力，起决定作用的是具体某个公司的业绩如何——在竞争中，它们表现如何。

1965年，没有人问"市场在走向何方"或者"你喜欢哪个板块"。他们问的是："你喜欢哪个公司？哪些公司打败了它们的竞争对手？"现在我们又回到了那种状态。媒体消极地看待一切这一事实给了我们机会，让我们能够分析更多的数据，并以否则我们不会具有的更坚定的信念去买入资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当感觉与现实不一致的时候，你就能赚钱。现在，现实不错，而感觉很糟糕。这正是选股者梦寐以求的。

有些人说："但是股价在下跌。"没错，但这也正是我兴奋不已的原因。在人们的一生中，对其他所有的东西，人们都希望在它们便宜的时候购买，在它们甩卖的时候购买。唯一愿意在价格上涨之后购买的便是股票。但这是因为对于股票，大部分人所知道的一切就是价格。他们以股票现在的价格类推未来的趋势，而不是考虑股票的价值。对汽车、房子、服装和生活中几乎其他所有东西，人们都相当地了解它们的价值。因此当它们的价格大幅低于价值的时候，你会非常兴奋。但是对于股票，很多人不知道公司的价值。当我在20世纪70年代初开始涉足这个行业时，我问分析师们公司到底值多少钱，没有人能够告诉我。他们一般会说："嗯，市盈率以前是15，现在是12。"我接着问："那么，公司到底值多少钱？"他们无法告诉我。仅仅依据股价的走势而不了解公司的价值就投资于一家公司是危险的游戏。如果你能确定公司的价值并了解经济气候，那么你就能作出理性的决策。你是身处投资行业。

编者的话

有趣的是，不仅从1965年以来经济气候已经经历了一个完整的周期，而且在某种意义上从米伦坎普1979年的文章《为什么市场下跌了》（见第4章）开始，本文也经历了一个完整的周期。在这两篇文章中，米伦坎普讨论了投资者（或者资金经理们）的恐惧，他们感到股市的下跌无法预测而且是非理性的。无论是对股市是否可以预测还是股市是否是理性的，米伦坎普都告诉投资者无需担心。尽管短期内市场波动不定，但是从长期来看，它是理性的。因此，对于长期投资者来说，聪明的办法就是了解过去，评估现在，并为未来做好准备。

你愿意为一个理论损失多少钱

本文的前3部分改编自2005年5月所作的一个报告。米伦坎普希望就当时流行的一些代价昂贵的投资理论提出另一种看法。一个观念的普遍流行常常会使得它看起来像个定律或者像个事实，但是实际上它只是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个理论。与所有理论一样，在接受它之前，都应该对它提出质疑。

本文的第3部分是2007年4月添加的，那时基本面指数理论已开始流行。

当人们为自己的资产组合选择投资时，他们使用很多的投资理论。不幸的是，它们不过是理论而已，这意味着它们并不总是准确的或者有用的。问题是要分辨出哪些理论是准确的和有用的，哪些不是。标准很简单：该理论帮助我作出了更好的投资决策（是否让我挣钱了），还是导致我得出了糟糕的投资组合（让我赔钱了）？目前有很多流行的理论在导致人们遭受巨大损失。我想讨论其中的4个。

理论1：总回报率＝增长率＋收益率

大体上市场上只有3种有价证券：短期债务（现金），长期债务（债券）和权益（股票）。在它们之间作出选择时，重要的是要精确地估计它们可能带来的回报。对于现金和债券，回报的计算相当地简单直接。但是对股票，我们要有更多的假设。股票的总回报等于红利收益率加上（或减去）股票价格的变动。

让估计股票的总回报率有意思的是确定股票价格的变动。很多分析师把股票价格的变动进一步分解为公司收益的变化（或增长）与市盈率（P/E）的变动。如果当前的市盈率合理而且是可持续的，那么股票的总回报将由红利与收益的增长构成。

运用这个模型，杰里米 · 西格尔（Jeremy Siegel）（沃顿商学院教授及《股票长线法宝》[1]一书作者）和杰克 · 博格（Jack Bogle，先锋集团的创建人）都认为投资者从股票投资中能够预期得到的最高收益是7.5%。我想讨论一下他们是如何计算出这个数字的，并指出在我看来他没有考虑到的地方。

分析数字。为了了解西格尔和博格是如何计算出股票的最大预期总回报率是7.5%的，我们自己做一遍计算。对于权益回报率（ROE）与P/E，我们使用2005年股市平均值；为了使数据简单，我们使用每股10美元的账面价值。在账面价值为10美元而且平均ROE为13%[2]的情况下，你能算出每股收益是1.3美元。采用19倍平均市盈率[3]，可以计算出每股股价为大约25美元。

[1] 《股票长线法宝》一书中文版由机械工业出版社拟于2008年11月出版。

[2] 2005年平均ROE为13。凑巧的是，第二次世界大战以来，ROE一直在12～15之间。这是一个非常稳定的数据。

[3] 据“价值线投资概览法”数据，2005年平均市盈率是19。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（这些数据概括在表8-4中）。

表8-4 股票总回报，第1部分

账面值（BV）/美元		10.00
ROE(%)		13
EPS = ROE × BV/美元	0.13 × 10.00 = 1.30	1.30
P/E(%)		19
股价= EPS × P/E/美元	1.3 × 19 = 24.70	25.00

为了估算股票的平均增长率，杰里米 · 西格尔和杰克 · 博格（正确地）认为随着时间的推移，收益增长率大约等于GDP的增加率。长期名义GDP增长率是人口、生产率和通货膨胀共同作用的结果。如果我们把通货膨胀率控制在3%以下，那么就很难得出结论说美国经济将以超过6%的速度增长。因此他们把6%作为经济增长率的最高值。我同意这一点。

2005年，股票的平均收益率是1.8%。使用“总回报＝增长率＋收益率”，他们用6%加上1.8%得到7.8%，作为股票的最高总回报。我认为他们就是在这里忽略了某些东西。以下我对此进行说明。

当一个公司成长时，它的资产负债表中的项目必须增加以支持损益表中的增长率。例如，当公司的增长率为6%，账面价值是10美元每股时，那么公司必须将0.6美元每股的收益返回到账面价值进行再投资。当一般股票的收益率为1.8%，股票价格为25美元每股时，取股市平均收益率，那么红利为0.45美元。两者相加得到总额1.05美元。（见表8-5）

但是记住，在表8-4中我们计算得到的每股收益是1.30美元。如果简单地把当前股息收益率和预期增长率相加，还有0.25美元的差额没有得到解释！（见表8-6）。我想知道这多出的0.25差额是怎么回事。

表8-5 股票总回报，第2部分——增长率+收益率

账面值增长率＝BV × 增长率/美元	10.00 × 0.06 = 0.60	0.60
红利收益率(%)	25.00 × 0.018 = 0.45	0.45
总回报(%)	6.0 + 1.8 = 7.8	1.05

表8-6 股票总回报，第3部分——自由现金流

EPS = ROE · BV/美元	0.13 × 10.00 = 1.30	1.30
总回报＝增长率＋收益率(%)	6.0 + 1.8 = 7.8	1.05
	0.06 + 0.45 = 1.05（美元）	
自由现金流＝EPS−(增长率＋收益率)	1.0%或者额外的0.25美元	0.25

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果管理层拿走了这额外的25美分并且愚蠢地花掉它，那么这25美分一点价值也没有。但是利用这25美分——刚好是股价的1%，管理层可以增加红利并且获得2.8%的收益率。或者管理层可以回购1%的股票，这样的话股东持有的公司份额将增加1%。这些说明的问题是，假如管理层很好地利用这额外的1%的钱，那么，你和我——公司的股东——就能从中获益。

因此，如果投资业中的名人们以7.8%作为股票的最大收益率，我们不同意。我们认为这额外的1%（使总回报为8.8%）会导致差异，而这一差异就意味着钱。因此当你听到人们说增长率加股利收益率时，记住他们说的是增长率加上**现有的**股利收益率。但是还有额外的1%——我们称这额外的1%为自由现金流，这一自由现金流没有被计算在上述数字内。在评价你的投资选择时，1%会导致差别。他们用的模型的假设会让你赔钱。

理论2：风险调整回报

投资者中存在的一种共识是股票是有风险的。因此，很多有识之士提出了各种各样的风险调整回报理论。这些理论认为在选择投资工具时，应该考虑股票的风险并且据此调整预期回报。至少，理论是这么说的。在这一部分中，我从一个从业者的角度出发解释为什么风险调整回报理论是无稽之谈，并说明这一理论会如何让你赔钱。

首先，你是如何定义风险的？人们通常说风险就是赔钱的可能性。对风险更精确的定义是丧失购买力的可能性。这意味着通货膨胀是一种风险，因为它降低了你的资产的购买力。

那么华尔街和很多学术界人士是如何定义风险的呢？华尔街说风险就是波动性。按照这一定义，华尔街会告诉你图8-16种波浪线A比上面的直线B风险更大。我可以同意这一点。他们还会告诉你说波浪线A比中间的直线C风险更大。他们也可以说服我相信这一说法。华尔街还会告诉你波浪线A比最下面的直线D风险更大。这我完全不同意。

华尔街**不会**告诉你的是，你可以做到D，你可以做到C，你可以做到A，但你做不到B。那么，你想要哪条线呢？

当有人对你说股票是有风险的时，你要当心了。你需要知道，使用的是风险的哪一个定义。如果你的投资目标是增加资产组合的购买力，那么股价波动的风险只是短期的，但是长期来说（3年以上），股价波动性会趋向于平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均值。对于长期投资来说，通货膨胀和税收是比股价波动更大的风险。如同当初以过高的价格购买股票一样，它们能大幅度地降低购买力。再说一次，在对投资风险的任何讨论中，弄清用的是风险的哪一种定义非常重要。

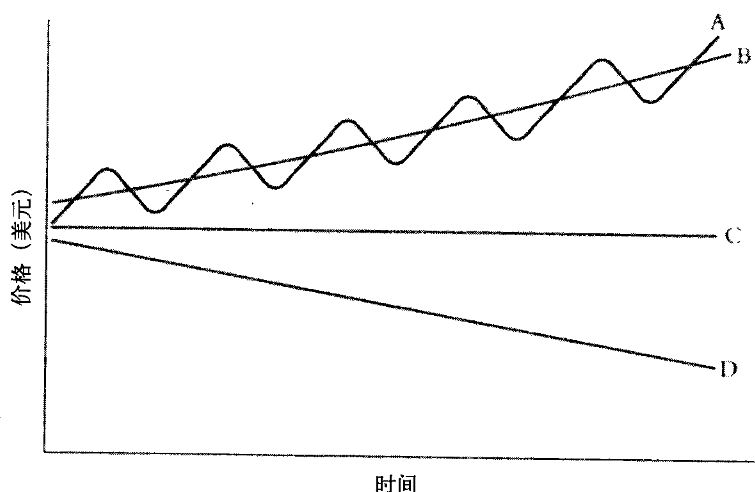


图8-16 波动性与风险的对照

那么让我们讨论风险调整回报。风险调整回报理论试图将波动风险最小化（他们不讨论税收、通货膨胀或者以过高的价格购买股票）。你们中有些人知道股市在只有一半的时间中是上涨的。通常——不是总是，而是通常，股市在10月到来年5月之间会上涨。而在5月到10月之间，一般来说，股市不会有什么变化。所以如果你投资是为了风险调整回报（努力降低波动性），那么你会在股市中待上6个月，然后远离股市6个月。在你远离股市的6个月里你的波动性是0，是吧？争取风险调整回报的问题就是它会鼓励你经常性地离开（或者进入）股市。但这会提高你的税率——更不用说还有交易成本和佣金。

投资回报是根据不同类型的回报征收不同的税率。因此，你的投资选择决定了你的税率。短期投资回报和普通收入一样征收35%的税，长期资本利得回报的税率是15%。风险调整回报理论鼓励人们努力获得短期投资回报（短期回报按更高的税率征税）。但是如果你将注意力放在使税收调整回报最大化上，那么你就会自然地努力获得长期回报（因为长期投资回报按较低的税率征税）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表8-7列出了可能的三个回报率，6%，8%和10%。可以看到，如果选择短期回报，那么10%的回报征税后只有6.5%。如果通货膨胀为2%，那么税后回报下降到4.5%。在回报率为10%的情况下，短期投资回报（风险调整）和长期投资回报（税收调整）相差31%。在回报率为6%的情况下，风险调整回报和税收调整回报相差39%。如果采用风险调整回报理论，你将损失30%～40%的回报，因为你选择缴纳普通收入税（短期收益）而不是长期资本利得税。

表8-7 税收与通货膨胀对短期与长期收益的影响，第1部分

	回报率6%		回报率8%		回报率10%	
	税率35%	税率15%	税率35%	税率15%	税率35%	税率15%
税后	3.9	5.1	5.2	6.8	6.5	8.5
扣除2%通货膨胀	1.9	3.1	3.2	4.8	4.5	6.5
差额(%)	39		33		31	

风险调整回报理论的问题在于它们把注意力集中在错误的风险上，因此它们鼓励频繁的交易与短期投资心理，而这会导致税率的提高与净回报的降低。简单地说，这些理论会让你赔钱。

很多投资者认为股票具有高风险，因为股价比现金和债券的价格更具波动性。那么，在把税收和通货膨胀的影响考虑进来后，让我们看看这些投资选择（依据2007年数据，现金和债券可能获得的回报）。见表8-8。

表8-8 税收与通货膨胀对短期与长期收益的影响，第2部分

	回报率 6%		回报率 8%		回报率 10%		债券回报 5%	现金回报 4.5%
	税率 35%	税率 15%	税率 35%	税率 15%	税率 35%	税率 15%	税率 35%	税率 35%
税后	3.9	5.1	5.2	6.8	6.5	8.5	3.25	2.9
扣除2%通货膨胀	1.9	3.1	3.2	4.8	4.5	6.5	1.25	0.9
差额（%）	39		33		31			

(1) 现金（即短期债券，包括活期存款、存款凭证、国库券）的定价能让投资者获得4.5%的回报。在征收35%的税收后，你的回报是2.9%。再剔除2%的通货膨胀影响，那么税后实际回报是0.9%。

(2) 长期债券的定价能让投资者获得5%的回报。如果投资公司债券，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能获得6%的回报。大部分的长期债券持有在养老金计划手中，养老金计划是免税收的。但是如果你是纳税人，那么你将获得3.25%；扣除通货膨胀后，只剩下1.25%。

当你投资股票时，你就成了公司的所有者，你有资格分享公司的成功并承担公司的失败。这没有任何保证。从长期来看，股价会反映公司的真实价值。但是短期内，我们感觉公司价值（当前股价）可能并不总是反映公司的真实价值。我们相信股票的价格会给投资者带来比债券和现金高出很多的回报，但是最终的回报取决于你投资是为了获得长期收益还是短期收益。

进一步分析这些投资选择，我们对比从1926年以来股票、债券和国库券的回报（见图8-17）。从1926～2006年，国库券的平均收益率是3.7%。在通货膨胀率平均为3%的情况下，国库券（短期债务）的实际收益率是0.7%。我们认为目前的通货膨胀率弱高于2%。因此，短期国库券的价格水平应该要能够给投资者带来2.7%～3%的回报率；目前的回报率弱高于这一水平。自1926年以来，政府长期债券的平均收益率是5.4%（通货膨胀率平均为3%），净实际收益率是2.4%。我们认为目前长期债券的收益率应该在4.5%～5%之间。实际也是如此。

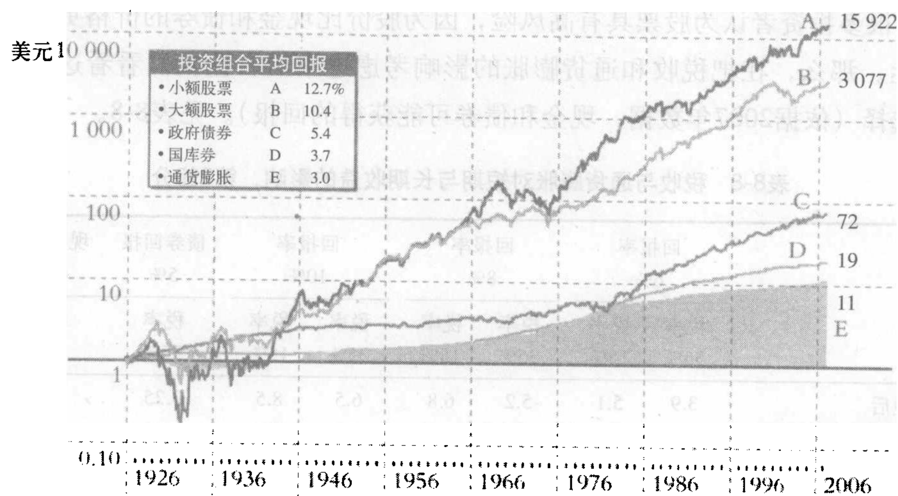


图8-17 股票、债券、国库券与通货膨胀，1926～2006年

除了对比收益率外，图8-17毫无用处。那么它哪里出错了？那些钱你花不了，因为它们是税前的，而且没有扣除通货膨胀影响。图8-18才有用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图8-18 扣除税收与通货膨胀后的股票、债券与国库券，1926～2006年

当你把税收和通货膨胀从回报率中扣除后（如图8-17），就能更好地了解投资选择。从1926～2006年，如果你一直持有国库券并且一毛钱的利息收入（或者本金）也没花，但是纳税了，那么你投资的一美元变成了55美分——**这是确定无疑的。**

国库券也许得到了联邦政府的担保，但是，实际上，它是保证你将损失购买力。注意图8-18中的线D和图8-16中的线D之间的相似之处。

如果你持有长期政府债券，交税，并且从来没有花一分钱——从来没有花收入的一分钱——那么你投资的一美元变成1.39美元。你每年获得0.4%的回报。有意思的是，有两个时期你持有债券可以赚钱。第一个时期就是大萧条时期（如果你认为我们现在处于萧条时期，那么我会告诉你除了长期债券外，什么也别买）。另一个时期就是利率从13%降到5%的1982～2002年。目前，债券的回报率是5%，可能会降到4.5%，债券游戏基本上已经结束了。注意图8-18中的线C和图8-16中的线C之间的相似之处。

我们认为，20世纪70年代不是购买股票的时候，但是购买债券会更糟糕。如果你认为债券很安全的话，那么记住70年代投资分析师把债券称为“保证充公的证书”。这又回到了对风险的定义。在20世纪70年代，对于债券，没有什么是不确定的——它确保会让你赔钱。

如果在1926～2006年间持有股票，回报波动比较大，但平均回报有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.1%（高于税率与通货膨胀率）。注意图8-16中的线A和图8-18中的线A之间的相似之处。如果想寻找与现在相似的时候，那么看看20世纪60年代。那时，通货膨胀率相对较低并且比较稳定，利率合理而且比较稳定，股价也合理。在20世纪60年代，你可以选择在股市（以时好时坏的方式）赚钱，或者选择在债券市场中持续亏损。因此问题是：你选择承担哪一种风险？

有些经济学家把风险定义为结果的不确定性——不是结果的本身，而是结果的**不确定性**。这些经济学家会对你说，背着降落伞从飞机上跳下来是很危险的，因为结果是不确定的（你的降落伞可能打开，也可能打不开）。但是如果你没有降落伞而从飞机上跳下来，那么结果是相当确定的，因此，没有风险。风险调整回报理论就是基于风险的这一定义。如果你选择背着降落伞从飞机上跳下来的话，那么风险调整回报理论就不适合你——它让你赔钱。

理论3：类型方格理论

很多理财规划师利用**类型方格理论**来保证投资组合的分散化。但是这会让投资者赔钱。要了解为什么会这样，我们必须先解释什么是类型方格。然后我们讨论理财规划师们是怎么应用类型方格理论的。

类型方格是由晨星公司推广的。晨星公司是设在芝加哥的一家投资研究公司。类型方格是一个有9个方格的矩阵，横向表示投资方法论（价值型、成长型或者混合型），纵向表示资产组合经理投资公司的规模（大型规模公司、中型规模公司或者小型规模公司）。

总的来说，成长型投资组合包含以下类型的公司：投资经理认为，同市场上的其他公司相比，这些公司具有以更快的速度增加收益的潜力。相反，价值型投资关注的是以下类型的股票：投资经理认为这些公司当前的价格低估了公司的价值，并且相信市场最终会认识到它的真正价值。混合型投资则是这两种理念的混合。

至于公司规模，构成美国股市总市值中最高的70%的那些股票被视为“大型规模公司”；构成接下来的20%的那些被视为“中型规模公司”；剩下10%被视为“小型规模公司”。

图8-19就是晨星公司最近用以描述资产组合的例子。

类型方格理论。类型方格理论认为，你应该拥有很多种不同类型的股权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产组合——应该包括所有9个方格所代表的资产类型。很多理财规划师接受了这一理论，并将类型方格作为确保投资分散化的工具。问题是，人们没有认识到类型方格的目的是用作**描述性的**——而不是**限制性的**。不管怎样，类型方格可能是一个有用的营销工具，但是我发现，对于投资它毫无用处。下面我解释为什么会这样。

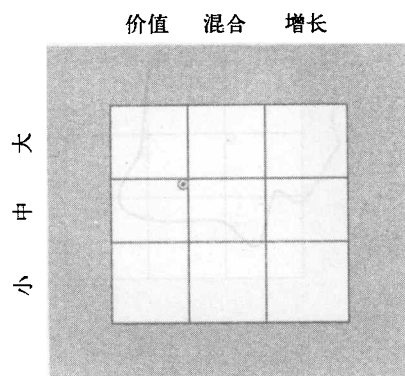


图8-19 类型方格

作为投资组合经理，假设我持有一支处于“小型规模－价值型”方格中的股票，并且它的价格上涨了一倍。那么，我是否应该从专门用来持有“小型规模－价值型” 股票的资产组合中把它卖掉，然后在“中型规模－价值型”投资组合中买进它呢？如果它的价格再上涨一倍，我是否应该从专门用来持有“中型规模－价值型”股票的资产组合中把它卖掉，然后在“大型规模－价值型”投资组合中买进它呢？类型方格投资理论说，我应该这么做。但是，每次卖出然后再买进，我都得缴税并支付佣金。这怎么让你赚钱？

晨星公司似乎知道这个陷阱。事实上，数年前在佛罗里达举行的“世界财富秀”上，我是由晨星公司执行经理唐·菲力普斯（Don Phillips）担任主席的一个委员会的成员。由于认识到类型方格经常以限制性方式被加以应用，菲力普斯推出了一个叫做**所有权区**的新工具。

在向我介绍这一新工具时，唐给了我看了一张类似图8-20的幻灯片，他说：“你的投资包括了左边的6个方格。”这意味着——据我的猜测——除了增长型股票，我们的资产组合中什么都有。我曾经问他们，为什么他们认为我们的资产组合不是增长型，因为我们持有股票的很多公司在以比市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平均增长率更快的速度增长。他们解释说："你们的市盈率低于平均水平。"如果类型方格矩阵最右边的一列是基于市盈率而不是增长率的话，那么它就应该标成**热门股**而不是**增长股**。市盈率反映的常常是流行程度（或者说热门程度），与收益的增长没有关系[⊖]。

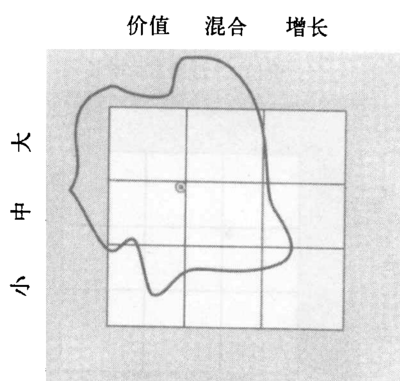


图8-20 所有权区

注：这一图形已经过时。在推出所有权区后不久，晨星公司使用阿米巴虫形，但现在的所有权区是椭圆形。

晨星还提供了一个投资组合中资产持有状况的散点图。我们投资组合中资产的持有状况显示在图8-21中。图8-21告诉你我们的投资类型是什么，我们想到3个明显的可能性：

(1) 我们不受投资理念的约束；

(2) 我们的投资是分散化的；

(3) 我们并不在乎什么方格。

在你得出结论之前，让我们看看更多的信息。

表8-9是晨星公司提供的一个我们认为更有意义的表。在第一列中，晨星提供了我们资产组合中的资产持有状况。在第二列中，它把我们资产组合的这些数据与我们所在类型中的其他投资组合进行比较。在"比较类型"这一列中，1.0是平均水平。从这个表中，我们可以总结出：

- 与我们所在的类型中的其他公司相比相比，我们的ROE高于平均水平

⊖ 2002年，晨星公司改变了它们的方法，用5个因子作为价值指标，5个因子作为增长指标，因此它的用法至今在争论之中。不过，其他资料与常见的用法似乎仍然表明，高市盈率代表增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1.90）[⊖]，我们的资产回报率（ROA）也高于平均水平（2.25）——因此，我们持有股票的公司具有高于平均水平的盈利能力。

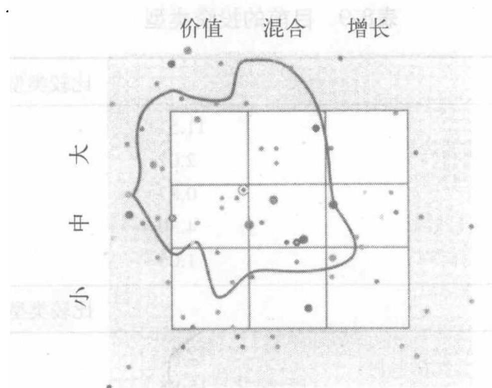


图8-21 散点图

注：这一图形已经过时。在推出“所有权区”后不久，晨星公司使用阿米巴虫形，但现在的所有权区是椭圆形。

- 与我们所在的类型中的其他公司相比，我们的账面价值增长率高于平均水平（2.89）；销售增长也高于平均水平（2.24）；现金流增长也高于平均水平（10.40）；历史性收益的增长也高于平均水平（2.24）——因此，我们持有股票公司的增长速度高于平均水平。
- 与我们所在的类型中的其他公司相比，我们的市盈率（P/E）低于平均水平（0.76），我们的相对价格/账面值比弱高于平均水平（1.06）——因此，我们持有股票的公司比平均水平要便宜。

那么这些告诉你我们的投资类型是什么了吗？我们喜欢价格便宜的、盈利能力强和增长速度快的公司。

从另外一个角度来看看这些数据，在图8-22中，我们绘出了占我们资产组合总资产的60%的前20家公司股票的价格－账面值比与ROE散点图。我们把这些散点加在福特股权投资研究的4 000家公司的价格－账面值比与ROE散点图上，这样我们就能看清我们到底处于什么位置。

按照这种衡量方法，同图8-21所示的情形相比，我们的投资显得受投资理念约束的程度要高一些。我们的平均ROE是18%，而全部公司的平均ROE在13%～14%之间。我们的平均P/E是14，而全部公司的平均水平是18倍。所

⊖ 晨星公司提供的这些数据是指数数据，而不是红利回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以，我们以低于平均股价的水平持有优于一般水平的公司，这是因为我们已经发现，对于增加我们资产的价值，这些标准更有用。这就是我们投资类型。

表8-9 目前的投资类型

价值型指标	比较类型	
市盈率	11.51	0.76
价格－账面值比	2.02	1.06
价格－销售额比	0.87	0.99
价格－现金流比	4.39	0.75
红利收益率%	1.05	0.66
增长型指标	**比较类型**	
长期收益	12.4	1.14
账面值	15.83	2.89
销售额	10.53	2.24
现金流	42.45	10.4
历史性收益	25.57	2.24
盈利能力%	**比较类型**	
ROE	23.51	1.9
ROA	12.58	2.25
净利润	10.85	1.29

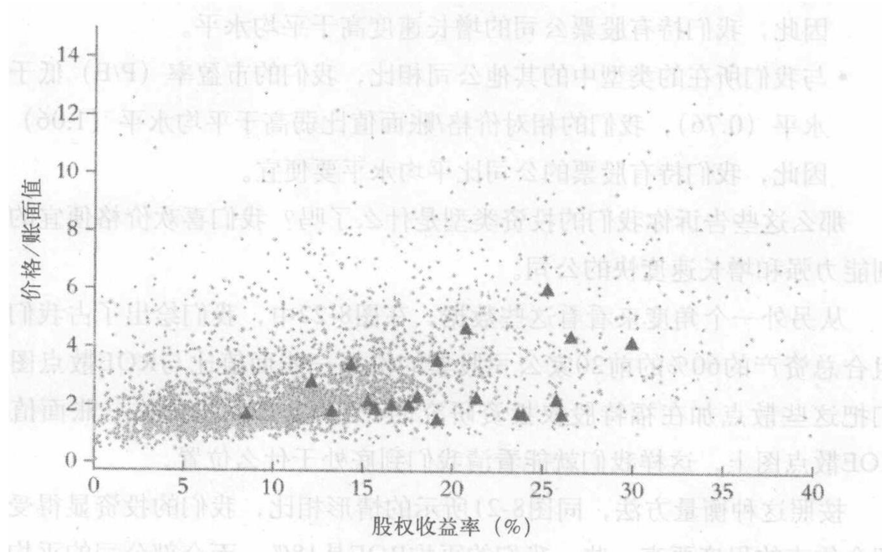


图8-22 资产组合中的前20家公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类型方格理论的问题是，他们试图用9个方格的矩阵来描绘所有投资经理，但是正如我们已经看到的，这个矩阵并不总是能展示问题的全部。更糟的是，那9个方格已经变得有限制性了。它要求投资经理们依据公司的规模与“增长型”或“价值型”的标签将他们的投资套进一个方格里。如果你的目标是增加自己的财富，那么你需要的是一个能够依据你的财富将得到增加的概率而作出决策的投资经理。要求他基于人为的约束去作投资决策可能让你遭受巨大的损失。

理论4：基本面指数理论

基本面指数理论不过是人们在没完没了的寻求一个好的股市指数过程中最新提出来的一个而已。为了更好地理解基本面指数，回顾一下指数的基本知识——指数理论及其在过去30年中的实际应用——会有所帮助。

指数投资最初是在20世纪70年代向公众推出的。背后支撑它的理论是认为股票都是有效地定价的。这意味着股票的价格总是公平合理的，因此无论投资者花费多少时间和精力在股市上，他/她都不可能持久性获得比市场平均回报率更高的回报。如果这是对的，那么简单地买一个具有代表性的股票**市场篮子**是有道理的。

最初，在这个市场篮子应该怎么组成上，存在过很多讨论。它应该包含纽约股票交易所的所有股票、纳斯达克的所有股票，包括在价值线投资概览法中的所有股票，还是包括在S&P500指数中的所有股票？每一种选择都有不同的特点，优点和弱点。

多年来，使用最广的指数是S&P500指数。S&P500指数是500家大型公司的市值加权（或者资本总量加权）指数。这意味着每只股票在指数中的比重与它的市值成比例。如果A公司的市值是B公司的3倍，那么A公司在S&P500指数中的权重就是B公司的3倍。这样做的优点是它反映了投资者到底把资金投在哪里（他们投资于A公司的资金是B公司的3倍）。有效市场理论告诉我们这样做很不错。我们需要一个能够代表整个市场的指数。

然而，资本加权指数也有缺点。它们会自动地给予那些被高估的股票过多的权重，并给予那些被低估的股票过低的权重。例如，假如两个公司有大致相当的收入、利润、红利以及其他指标，但是A公司股票的市场价格是收益的30倍（P/E为30）而B的市场价格是收益的10倍（P/E为10），结果会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

怎么样呢？在这个例子中，资本加权指数给予A公司（股价被高估的公司）的权重是B公司的3倍，这不过是因为A公司的高股价使它的市值是B公司的3倍。这意味着资本加权指数市场篮子中价格被高估的股票的数量多得不成比例，而这可能让投资者遭受损失。

意识到这个问题后，很多新的市场指数产生了，它们放弃了资本加权法。这些新的指数依据公司收入、收益或红利这些**基本面**指标进行加权。对这些基本面指数进行的事后检验表明它们的回报比资本加权指数S&P500指数的回报每年大约可以高2%。（这不奇怪，因为最近数年中，其他很多平均法与指数的回报都高于S&P500指数。）

然而，还有个问题值得考虑：如果以收入或者收益加权的基本面指数能够每年比以资本加权的S&P500指数多获得2%的回报，那么投资者是否可以简单地通过给予S&P500指数中权重过低的股票以过多的权重并给予S&P500指数中权重过高的股票以过低的权重来多获得2%的回报呢？换句话说，为什么不大量买进P/E 为10的股票，并避免P/E 为30的股票？

重要的是要记住，与资本加权指数一样，基本面指数也不过是一个理论而已。市场上有很多指数。要判断每个指数的好坏，看看它为你的投资组合带来的回报就知道了。它们都假定有效市场——而效率市场也只是个理论而已。

底线

如果你想投资赚钱，那么对所有人都认为确凿可靠的东西提出质疑至关重要。记住，他们相信的不过是个理论而已！如果它降低了你的投资回报，就是在让你赔钱。如果它在让你赔钱，那么可能是采用新理论的时候了。不管如何，你愿意为一个理论损失多少钱呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第9章

走向何方

(2007年)

本章改编自2006年11月在米伦坎普公司举行的一个研讨会上所作的报告。

2006年的股市是充满波动的一年，让很多投资者担心。在这篇长文中，通过关注以下两个基本问题，米伦坎普回答了投资者们所担心的问题：从经济与市场角度来看，"我们现在身处何处？""我们将走向何方？"

让人吃惊的是，在自己还没有弄明白我们现在身在何处的情况下，很多人试图预测经济与市场的未来走向。如果你连现在的情况都没有弄清楚，怎么可能预测下一步将要发生什么呢？要弄清目前的投资市场，你需要弄清楚现在的这一切是怎么来的。因此，本文将当今的经济与市场置于以下3个不同的环境中来分析它们：过去80年的长期局势；中期局势以及经济商业周期；短期波动。然后，我们就能回答"我们将走向何方？"这一问题。

大局：回到正常（大约于1960年）

首先让我们看看大局：当今的投资气候怎样？我们认为投资气候已经回到了正常状态，但这是自从20世纪60年代以来我们未曾见过的正常状态。因此，让我们通过分析通货膨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胀率和利率来回顾一下什么是正常的投资环境。

图9-1显示的是1926年以来的股票、债券、国库券与通货膨胀走势。从图中可以看到，在过去的80年里，通货膨胀率平均为3%左右，平均短期利率比通货膨胀率高1%，平均长期利率比通货膨胀率2.5%。虽然平均与正常并不一定完全相同，但在这里，我们认为平均值非常接近于正常值。

现在我们仔细看看图9-1中的通货膨胀率（记住，在这个图中，通货膨胀率是那条线的斜率）。首先，注意大萧条的影响及其伴随的通货紧缩。然后，注意结束于1980年左右的高通货膨胀时期。你能在图中找到越南战争吗？如果越南战争对长期经济没有影响，那么伊拉克战争会产生什么影响？毫无疑问，这些军事都是重大事件，但是在经济与市场的长期局势中，它们根本就没有多大影响。

在投资中，重要的是知道日常新闻中哪些值得关注，哪些不值得关注。总会有些摆在眼前的问题，但问题是："它会影响经济吗？公司价值是多少？"

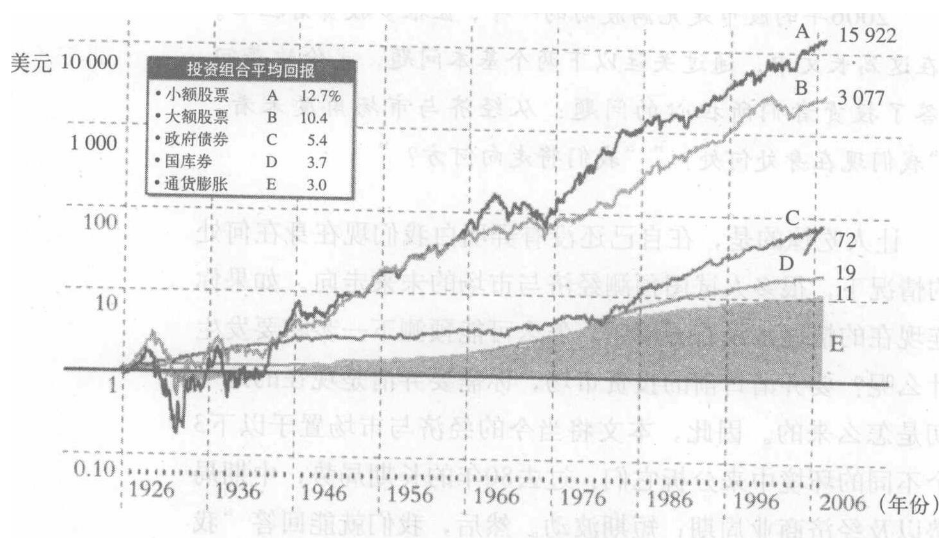


图9-1 股票、债券、国库券与通货膨胀，1926～2006年

2005年，有人问我，什么事情能够让我对未来感到悲观？我说，如果我能够发现这样一件事情，我就会感到悲观：我担心它，而公众却尚未为之感到担忧。当人们担忧某件事情时，他们会采取行动。需要担忧的时候正是别的任何人都不担忧的时候——就是因为无人担忧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

互联网股票的兴衰就是一个经典的例子。1999年，似乎所有人都坚信网络股票只会一路飙升。当时我就担心。当网络股下跌的时候，许多投资者措手不及，股市的下跌又因为投资者的措手不及而得以加剧。让我们感到吃惊的是没有人对网络股的飙升感到担忧。但是（如图9-1所显示的），在长期局势中，大部分人所担忧的事最终都被时间冲洗掉。

在过去的60年里，通货膨胀一直是确定投资气候的决定性因素。所以，让我们更仔细地分析通货膨胀。图9-2显示了从1952～2006年的消费者物价指数（CPI）。在过去的9年中，通货膨胀率一直稳定在2%～3%之间。在1999年通货膨胀率突然上升后，美联储提高了短期利率并导致经济衰退，以确保通货膨胀率不会进一步上涨。2006年通货膨胀率又升高一点，美联储再次提高短期利率以将它控制住。

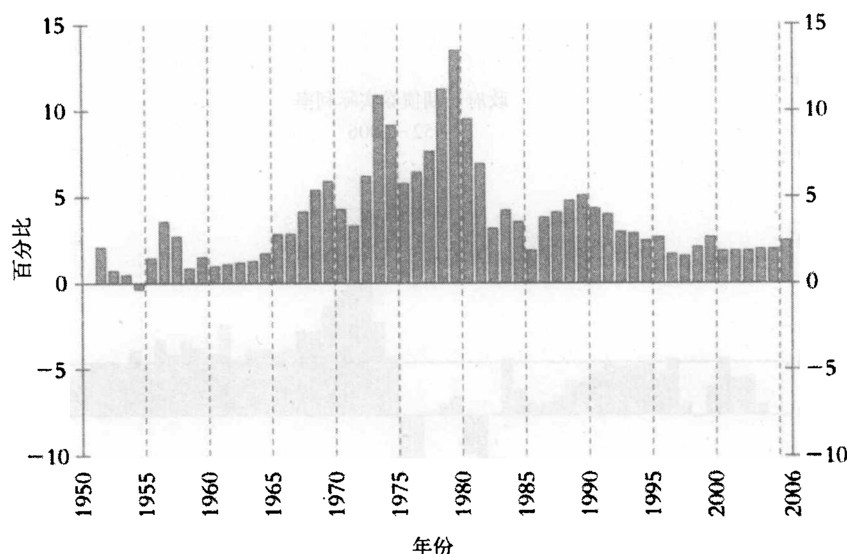


图9-2　通货膨胀率，1952～2006年

政府决心不让通货膨胀失去控制，而事实上通胀率确实得到了控制。上一次我们经历低而且稳定的通货膨胀是在20世纪60年代，而且实际上那时的通货膨胀没有现在稳定。在这方面，我们"回到了正常状态"，但这是自从20世纪60年代以来我们未曾见过的正常状态。

现在看看短期利率。图9-3的上半部分显示的是1952年以来国库券的实际利率（扣除了通货膨胀率）。图9-1则显示，在过去的80年中，短期实际利率平均（高于通货膨胀率）0.7%。因此，如果利率大幅高于这一数据，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么它们就高得异乎寻常了。如果实际利率大幅低于1%，那么它们就低得异乎寻常。

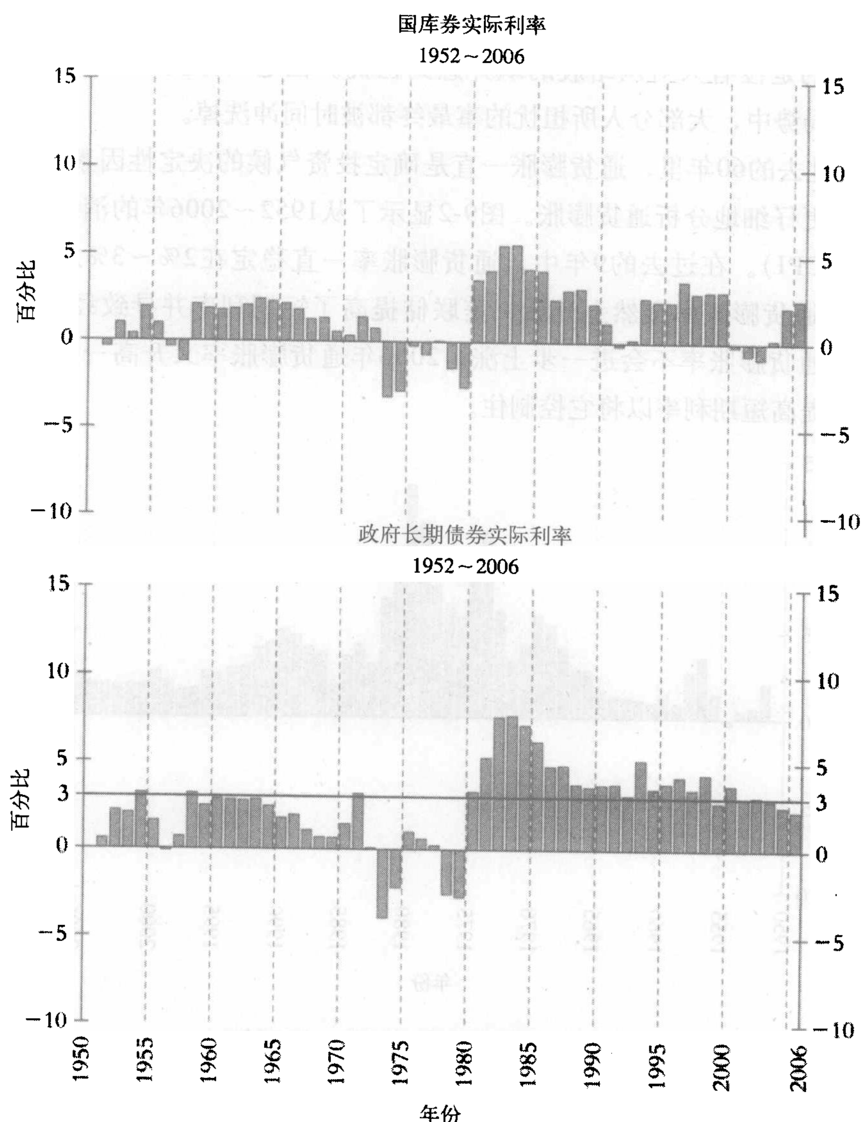


图9-3 国库券实际利率与长期政府债券实际利率，1952～2006年

2003年，短期利率为1%，而通货膨胀率大约为2%，这样实际利率为−1%。这是一个异乎寻常之低的短期利率。随后美联储将短期利率上调至2%，之后又上调到3%（使实际利率为1%）。媒体对这些加息感到惊恐，而事实上，所有这一切不过是利率从异乎寻常之低的水平返回到接近正常水

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平而已。美联储继续提高短期利率，到2006年年底短期利率达到了高于正常水平的5.25%。

长期利率怎么样呢？图9-3的下半部分显示了扣除通货膨胀后的长期政府债券利率（图中3%处的直线标示的是历史正常利率水平）。长期利率已经连续4年接近正常水平，而且在过去的6年中有5年接近正常水平。2004年，大家担心长期利率会上涨，因为当时短期利率正在上涨。通过分析扣除通货膨胀因素后的历史性数据，我们认为短期利率正在上升以回到正常水平，而长期利率已经回到了正常水平。我们认为长期利率不会上升。事实上，如图9-3所示，长期利率保持稳定。考虑大局能够帮助我们更好地了解未来会发生什么。

最近，抵押贷款利率受到特别关注，因此我们看看抵押贷款利率的长期数据。图9-4显示了1952年以来的实际抵押贷款利率。历史上，合理的抵押贷款利率比长期债券利率高大约1.25%（长期债券利率比通货膨胀大约高4%）。在目前长期债券利率为4.75%的情况下，合理的抵押贷款利率应该略低于6%。现在抵押贷款利率大约为6.2%。我们认为抵押贷款利率将稍微下降，但将是很小的调整。注意，图9-4显示的是30年期固定抵押贷款利率。基于2001～2004年间异乎寻常之低的短期利率之上的可调整抵押贷款利率（ARM）将会上升到30年期固定抵押贷款利率的水平。

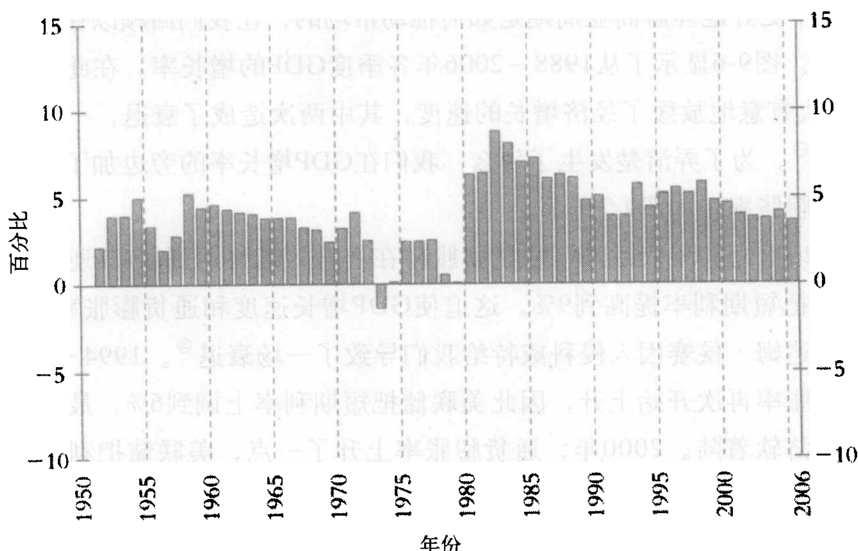


图9-4 实际抵押贷款利率，1952～2006年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些数据表明，从债券市场中我们已经得出结论：通货膨胀将不会成为问题。同时，在股票市场中我们正在试图弄清楚将实现软着陆还是经历一场衰退。因此，我们分析中期局势，来看看我们能否确定我们将实现软着陆还是会经历一场衰退。

中期局势和经济商业周期

在中期局势中，股票市场主要是由经济商业周期驱动的。我经常把商业周期比做季节性农业周期。经济增长时，相当于夏天；经济发展到顶峰时，就是收获季节；经济开始下滑时，就是冬天来临了。经济又开始增长时，就是春天回来了。

在20世纪60年代和70年代，大多数经济衰退都相隔4年。这是典型的经济商业周期。20世纪80年代，通货膨胀与税率的下降导致商业周期延长，我们在大约10年的时间中没有经历过经济衰退。20世纪90年代，通货膨胀率的下降、合理的税率以及美联储更好的管理让我们在10年的时间中没有出现过经济衰退。

这些经济周期影响着市场，这在图9-5中S&P500指数的年度数据中可以相当清晰地看出。我们认为我们又回到了正常状态（通货膨胀率低而且稳定），商业周期再次成为经济和市场的主要驱动力。

为了更好地理解商业周期是如何推动市场的，让我们回顾以往的几个商业周期。图9-6显示了从1988～2006年各季度GDP的增长率。在此期间，美联储3次有意地放缓了经济增长的速度，其中两次造成了衰退，一次实现了软着陆[⊖]。为了弄清楚发生了什么，我们在GDP增长率的旁边加了短期利率和通货膨胀率，如图9-7所示。

在20世纪80年代后期，通货膨胀率在上升，最终达到了6%还多，因此美联储把短期利率提高到9%。这迫使GDP增长速度和通货膨胀率都下降，但是萨达姆·侯赛因入侵科威特给我们导致了一场衰退[⊜]。1994～1995年，通货膨胀率再次开始上升，因此美联储把短期利率上调到6%，最终我们实现了经济软着陆。2000年，通货膨胀率上升了一点，美联储把利率调回到6%，从而将通货膨胀率降下来。但是随后发生的2001年“9·11”恐怖袭

⊖ 衰退定义为连续两个季节经济负增长。在软着陆中，经济在衰退出现之前就已复苏。

⊜ 注意，伊拉克战争没有改变长期气候，但确实影响了中期气候——商业周期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

击导致我们陷入衰退。"9 · 11"事件发生后，美联储大幅度降低利率刺激经济。短期利率降低到了异乎寻常之低的1%。度过经济衰退之后，经济增长率达到了3%～4%。美联储担心3%～4%的增长率可能会导致通货膨胀率上升，所以又一次把短期利率调回到5.25%（比正常水平略高）。

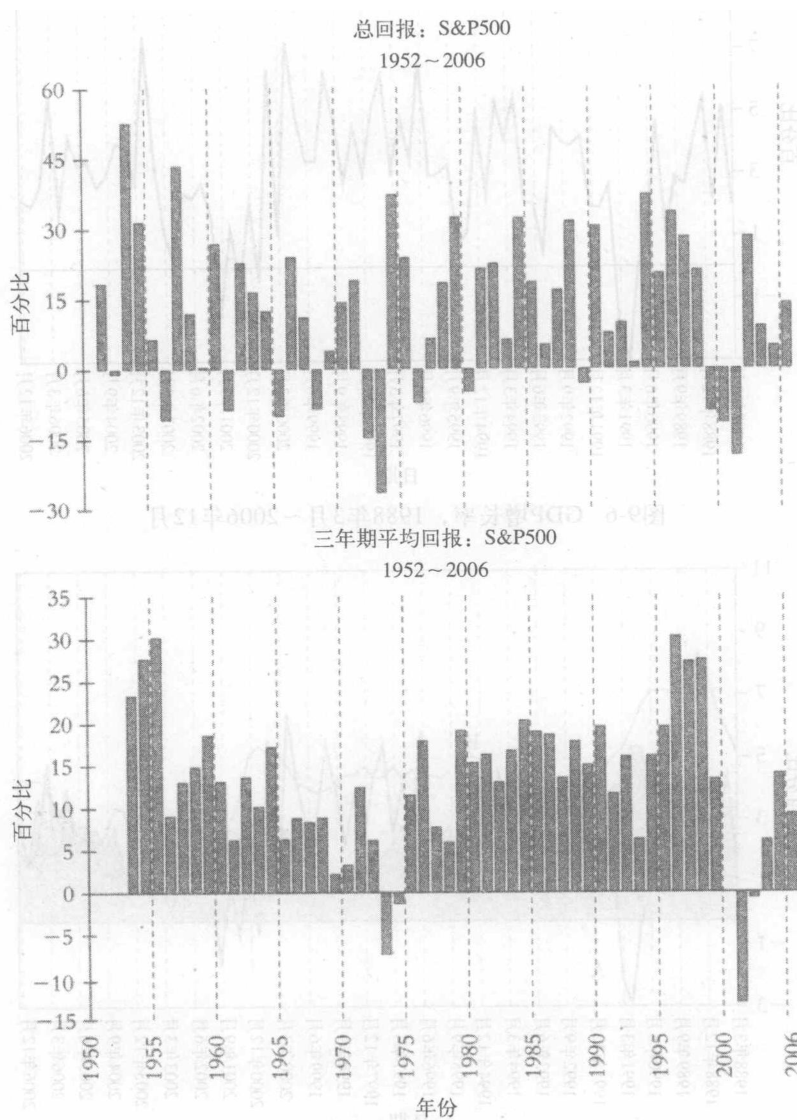


图9-5 S&P500指数年度总回报与最近3年期平均回报，1952～2006年

自始至终我们都认为我们不可能一直保持在3%～4%的增长率。毕竟，在经济衰退的底部，失业率达到了6.5%。现在是4.5%。如果经济继续以3%～

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4%的增长率增长，失业率必须降低到2.5%。我们认为2.5%的失业率是不太可能的。更可能的结果是经济增长率降低到2.5%～3%之间。2006年下半年，

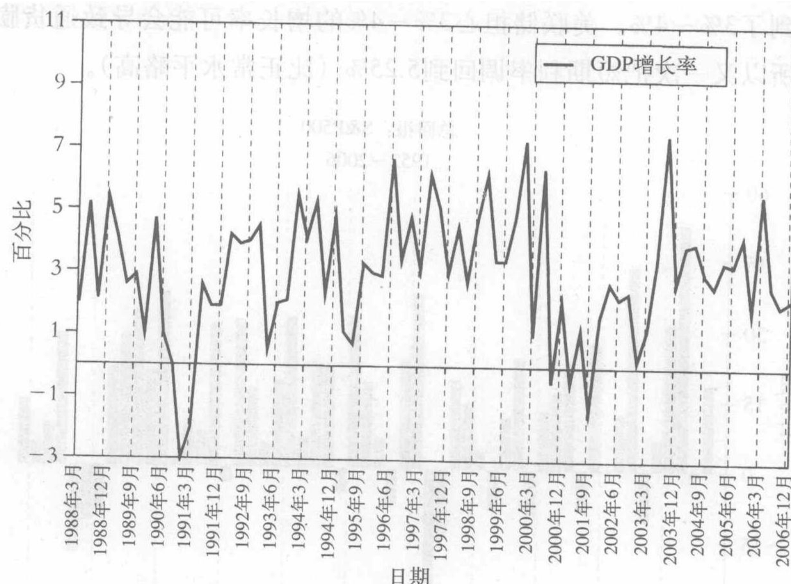


图9-6 GDP增长率，1988年3月～2006年12月

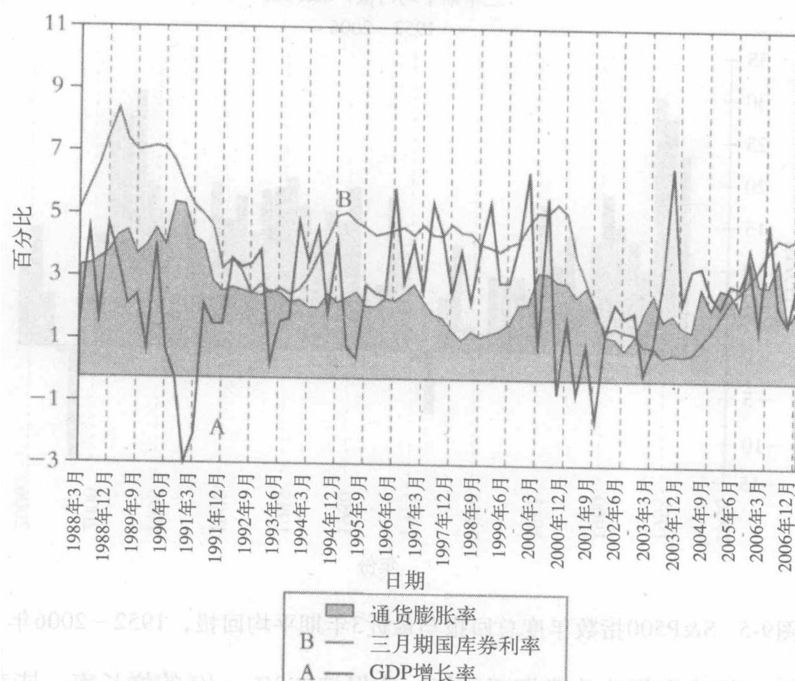


图9-7 通货膨胀率、GDP增长率与利率，1988年3月～2006年12月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于经济增长率和通货膨胀率都已下降，美联储没有采取任何行动，我们怀疑美联储已完成升息。因此，我们认为我们正处于过渡期的后期，正在从最近的经济减缓中复苏过来。

我们现在处于什么阶段？在图9-8中，我们把长期债券利率数据加到了前面的图9-7中。在这个图中，我们看到GDP增长速度在下降，通货膨胀率在下降。短期利率在上升。长期利率下降到了低于短期利率的水平。

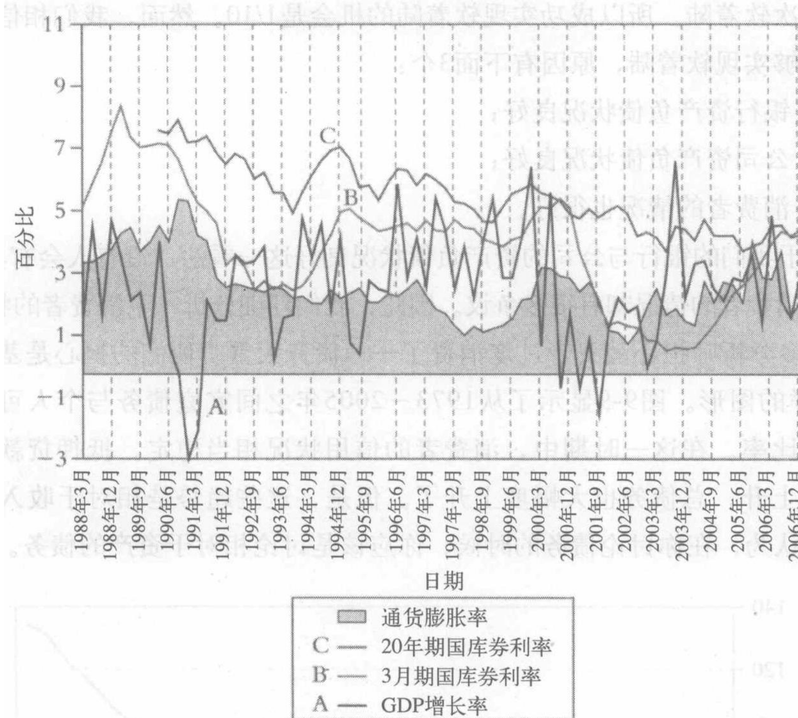


图9-8 通货膨胀率、GDP增长率与利率，1988年3月～2006年12月

当长期利率低于短期利率时，它被称为倒收益曲线，这让有些人担心。那么他们是否应该担心呢？这也要视情况而定。如果倒收益曲线的出现是因为美联储把短期利率提到高于长期利率的水平，那通常预示着经济减缓或者衰退的来临。

今年的情况并不是这样。今年，长期利率下降到了低于短期利率的水平是因为债券市场认定通货膨胀不会失控。因此长期利率下调到正常水平，而短期利率只是没有跟上而已（其实，这一点也不奇怪，1999发生过这种现象，2000年也发生过这种现象）。短期利率的调整滞后于长期利率的调整

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是因为长期利率是由（反应较快的）市场决定，而短期利率是由（反应较慢的）美联储决定的。因此在这种情况下，我们认为倒收益曲线并不预示着经济衰退的到来。相反，我们认为现在处在经济软着陆的底部。瞻望未来，我们预期经济将以2.5%～3%的合理速度增长。

并非所有的人都同意我们的看法。很多人指出自第二次世界大战以来，我们已经经历过10次经济衰退，我们只是在1994～1995年成功地实现了唯一的一次软着陆。所以成功实现软着陆的机会是1/10。然而，我们相信这次我们能够实现软着陆，原因有下面3个：

(1) 银行资产负债状况良好；

(2) 公司资产负债状况良好；

(3) 消费者的情况也很好。

对于我们的银行与公司的资产负债状况良好这一看法，没有人会有异议。但是对消费者的情况却有很多争议。因此，我们仔细分析一下消费者的状况。

很多分析师担心消费者过度消费了——债务太重。他们的担心是基于图9-9这样的图形。图9-9显示了从1973～2005年之间家庭债务与个人可支配收入的比率。在这一时期中，消费者的信用状况相当稳定。抵押贷款债务大幅度上升，总债务也大幅度上升了。但是，这些趋势是相对于**收入**的债务。我认为，在你讨论债务的时候，你应该是讨论相对于**资产**的债务。

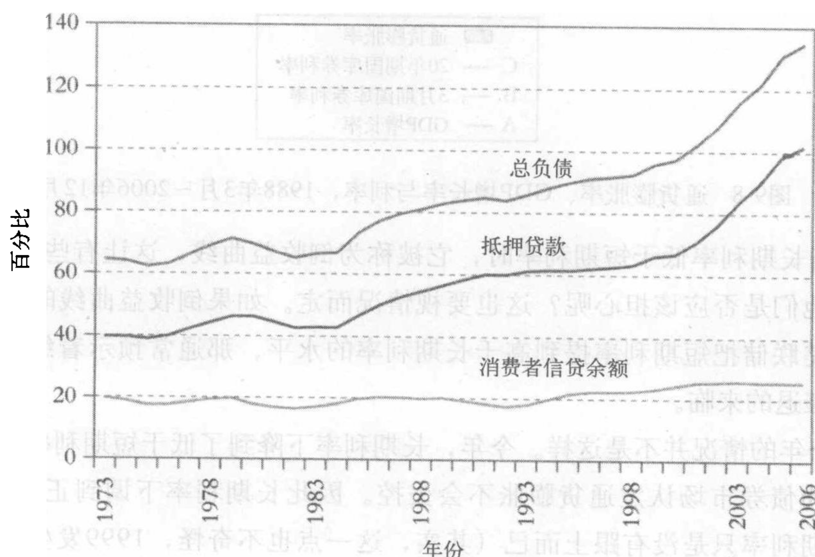


图9-9 家庭债务与个人可支配收入的比率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图9-10从一个完全不同的角度显示家庭债务。它显示的是相对于资产的债务。注意，图9-9中的总债务线和图9-10中的负债线是同一回事。1950年，一般家庭拥有的资产是其负债的4.5倍。现在，一般家庭拥有的资产是其负债的5.5倍。所以相对于资产来说，家庭负债其实已经下降了。今天一般家庭有大量的资产来应付债务。

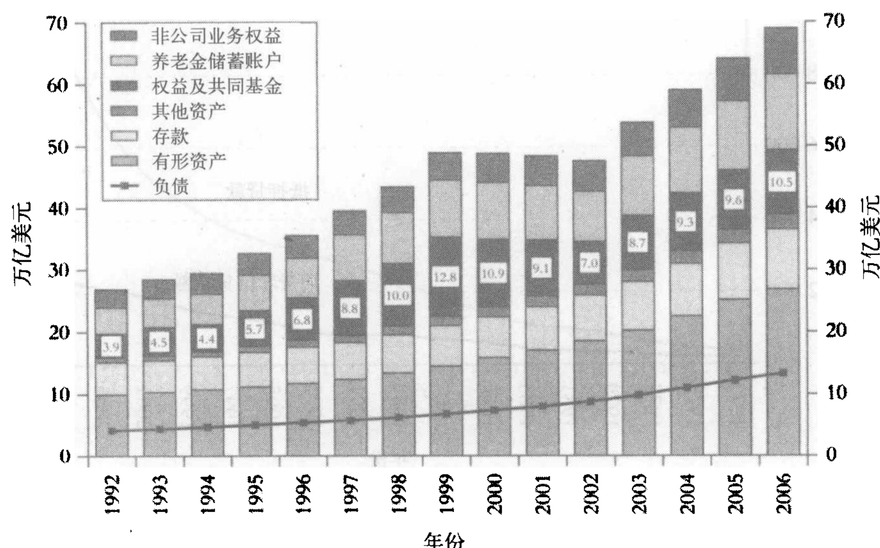


图9-10 家庭资产负债明细

消费者负债还受到人口状况的影响。美国人口寿命越来越长。婴儿潮一代正接近退休年龄。人们60岁时的财务状况和30岁是很不一样的。比如说，一个60岁老人的资产/收入比要比一个30岁的人要高。尽管他们现在的收入是30岁时的两倍，但是他们的资产从微乎其微增长到足够他们养老。毕竟，他们花了30年的时间来积累资产。因此，随着人口的老龄化，资产/收入比随着升高。

进一步来说，图9-10表明资产和负债的变化是同步的。如果负债和资产同步变化，随着年龄的增加，我们的负债/收入比也可能增加，因为我们有更多的资产来获得收入。因此，不断升高的负债/收入比率并不是消费者负担过重的标志。它也许只是人口老龄化和人们更加富裕的反映而已。

在分析家庭债务时，还有另外一个因素要考虑。如图9-11所示，家庭债务中的很大部分是抵押贷款，而且仍在增长。图中没有显示的是抵押贷款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率是20年前的一半。当抵押贷款利率为6%时，你能承担的抵押贷款额是抵押贷款利率为13%时的两倍。因此，我们住着更大、更昂贵的房子，但我们并不一定要花更多的钱。

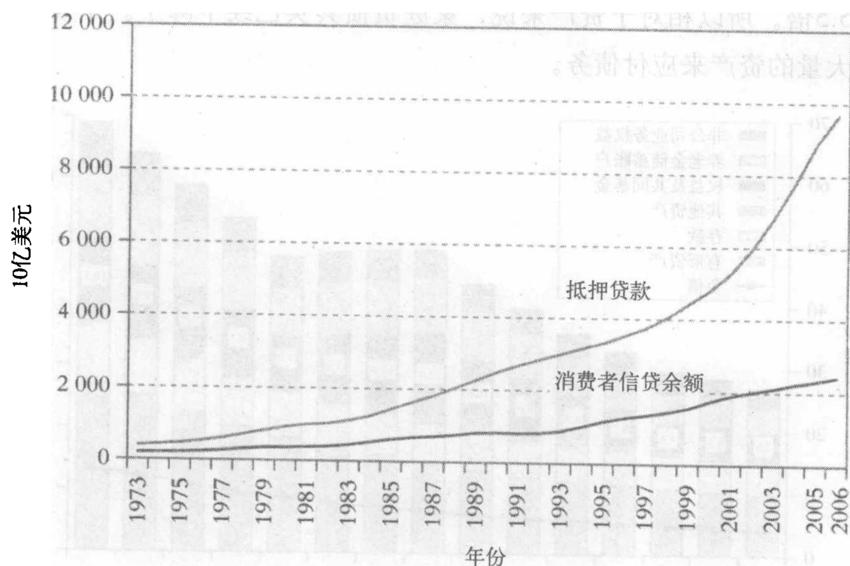


图9-11 债务

让我们用另一种方法计算负债。图9-12显示的是一般家庭债务还本付息占可支配收入的百分比（也叫做**债务还本付息负担**）。从这个角度看，我们的债务并不是那么严重。家庭债务还本付息在过去5年里有所上升，但是自1980年以来，这一比率这个比率一直在14%～18%之间。还有一句话说，我们的债务还本付息与收入比率并不比过去的25年中这一比率恶化多少。债务增加了，但是因为抵押贷款利率下降了，所以债务负担相当稳定。

从资产和债务负担角度来看债务，美国消费者并没有负债太重。在过去的25年中，家庭债务负担相对稳定，一般家庭有足够的资产偿还债务。

因此中期来看，我们认为在通货膨胀率低并且稳定的情况下，商业周期会驱动经济和市场。美联储目前没有上调短期利率，所以经济的健康运行将驱动经济复苏状况。银行和公司资产负债状况良好，而且消费者的财务状况牢固，我们认为经济将实现软着陆，而不是衰退。这对于投资者来说很重要，因为不同类型的投资在衰退时比在软着陆时有利。这让我们回到了短期局势。现在股市怎么样？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

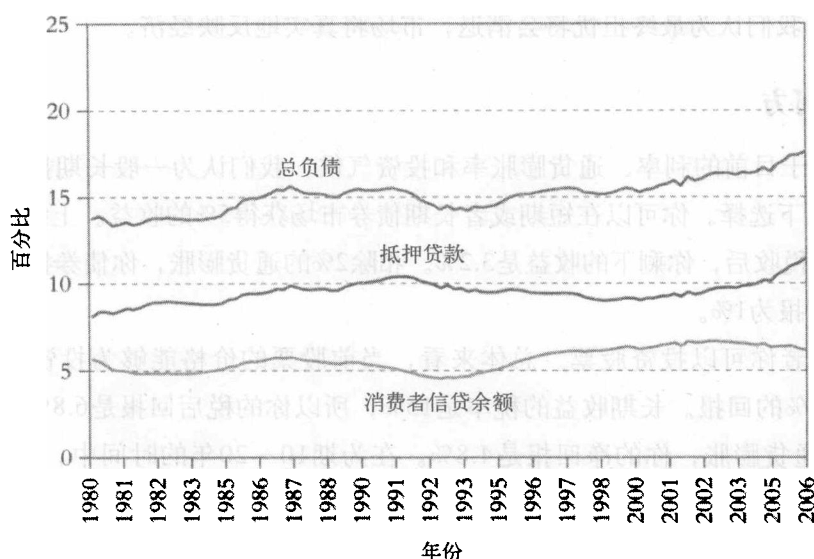


图9-12 家庭债务还本付息负担

短期：波动性

目前，经济正在由以相当高的增长率增长向以较低一些的增长率增长过渡。与所有的过渡一样，这一变化在投资界导致了很多对经济的走向的猜测。这些猜测导致今年市场波动很大。股市波动成了标题新闻。

你不常听说的是2006年上半年引领股市的是那些激进型的股票——例如，（在发生通货膨胀时你想持有的）日用品股票、小市值股票以及国外股票。3～4月人们担心的是经济增长过快，可能会出现通货膨胀；但是在5～6月份，一切都发生了调整，在2006年下半年一直引领股市的是防守型股票——例如，（如果经济正在陷入衰退时你应该持有的）食品、公用事业以及制药类股票。这就意味着人们现在担心的是经济增长的速度太慢了。这是一个重大的变化。然而，我们认为，衰退并没有迫在眉睫。我们认为，经济将实现软着陆，而防守型股票的溢价也将消失。

同时，在存在对经济衰退的担忧时，市场的行为可能就像真的存在衰退一样，因此市场会发生波动。在2006年末到2007年第3季度，市场以很不规则的方式上下波动——大约上涨3个月，然后在3个星期内又跌回到原来的位置。至今为止，引发市场下跌的原因是次级抵押贷款市场中的问题以及高收益债券的下跌。这两个问题都是过去几年中信用条件太宽松造成的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，我们认为最终担忧将会消退，市场将真实地反映经济。

走向何方

基于目前的利率、通货膨胀率和投资气候，我们认为一般长期投资者在考虑以下选择。你可以在短期或者长期债券市场获得5%的收益。上缴30%～35%的税收后，你剩下的收益是3.2%。扣除2%的通货膨胀，你债券投资获得的净回报为1%。

或者你可以投资股票。总体来看，当前股票的价格能够为投资者带来8%～9%的回报。长期收益的税率是15%，所以你的税后回报是6.8%。扣除2%的通货膨胀，你的净回报是4.8%。在为期10～20年的时间中，1%的年回报和5%的年回报之间的差别会意味着一大笔钱。见表9-1。

表9-1 年回报率（%）

	名义回报率	税后回报率	实际税后回报率
短期债务	4.5	2.9	0.9
长期债务	5	3.2	1.2
股票	8	6.8	4.8

现在回顾一下1926年以来的投资回报图会很有趣（图9-13）。在过去的80年中，债券的平均回报率实际上是1%（扣除了通货膨胀与税收因素）；股票的平均回报率是5%。换句话说，投资者能够得到的长期投资回报回到了正常状态。

小结

我们已经谈了很多，所以让我们回顾下重点。

从大局来看，我们认为通货膨胀得到了控制，银行的资产负债状况良好，公司的资产负债状况良好，消费者的状况也不错（比报道的好多了）。

中期局势由商业周期驱动。我们认为，当前经济的减缓将实现软着陆；我们还认为，随着美联储最近的降息，过渡时期即将结束。长期利率在2006年5月开始升高，到2007年8月长期利率一直处于4.6%～5.4%之间。抵押贷款利率在随着长期利率变动。国库券和低利率信贷之间的利差在扩大——正如它们应该的那样。原油的价格已经稳定但仍有波动，导致汽油的价格下跌了大约每加仑0.5美元，但汽油的价格仍具波动性。很多商品的价格都已下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌并保持了稳定。展望未来，我们认为经济将以2%～3%的合理速度增长。对我们来说，这似乎像商业周期的春天——种植投资作物的好时机。

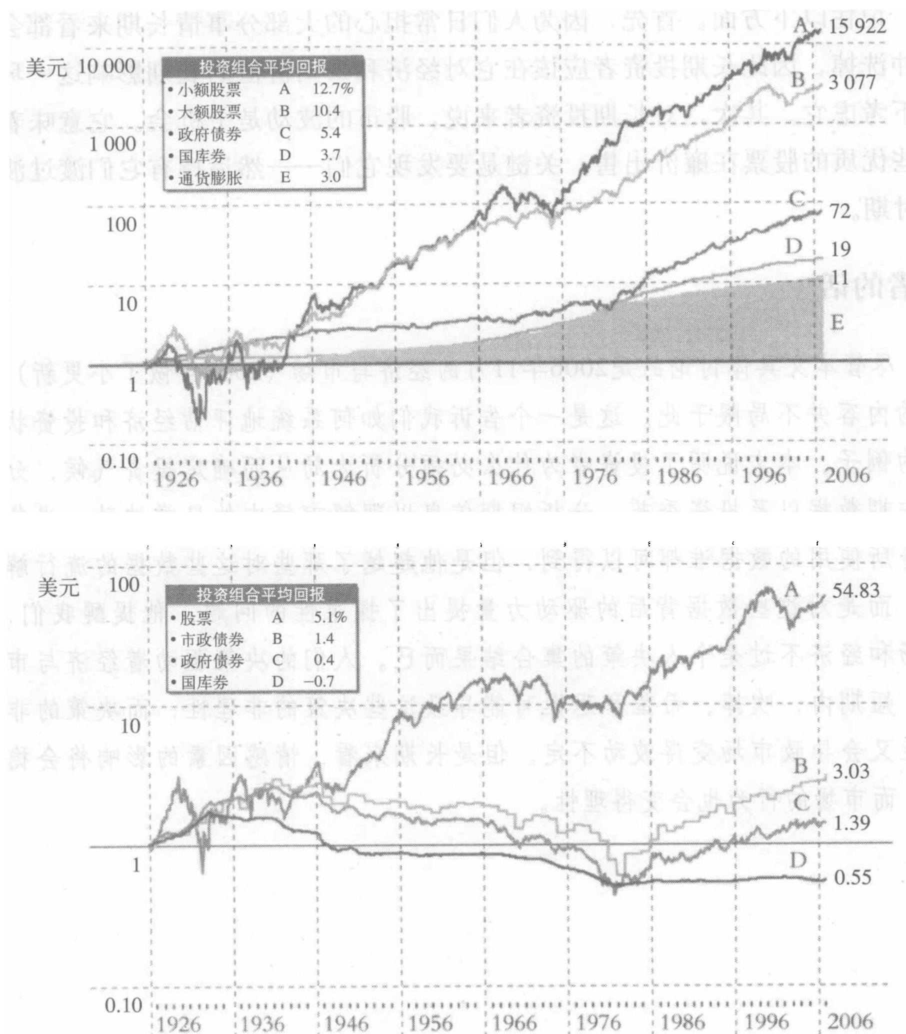


图9-13 股票、债券、国库券与通货膨胀，1926～2006年；扣除税收与通货膨胀后的股票、债券与国库券，1926～2006年

在短期里，市场的领导力量已经从通货膨胀的受益者（如日用品股票）转移到经济衰退的领导者（例如，食品和公用事业股票）上。这意味着投资界不再认为将出现通货膨胀——相反，他们正在为衰退的到来做准备。我们认为不会出现衰退。但是在短期内，吹捧、希望和恐惧将永远影响市场。短期内，股市将继续波动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在很多方面，波动的股市是对投资者信念的考验。现在应该再次评估投资气候、商业周期以及短期波动所经常导致的担忧的合理性。在进行评估时，记住以下方面。首先，因为人们日常担心的大部分事情长期来看都会被冲洗掉，因此长期投资者应该在它对经济和公司价值的长期影响这一环境下考虑它。其次，对长期投资者来说，股市的波动是个机会。它意味着一些优质的股票在廉价出售。关键是要发现它们——然后持有它们渡过波动时期。

编者的话

尽管本文具体讨论的是2006年11月的经济与市场（2007年做了小更新），它的内容并不局限于此。这是一个告诉我们如何系统地评估经济和投资状况的例子。本文说明了投资者为什么必须分析大局从而确定投资气候，分析中期数据以及投资季节，分析短期信息以理解市场中的日常波动。米伦坎普所使用的数据谁都可以得到，但是他超越了那些对这些数据的流行解释，而是对这些数据背后的驱动力量提出了探求性的问题。他提醒我们，市场和经济不过是个人决策的集合结果而已。人们的决策驱动着经济与市场。短期内，吹捧、希望和恐惧可能导致这些决策的非理性，而决策的非理性又会导致市场变得波动不定。但是长期来看，情感因素的影响将会稳定，而市场的行为也会变得理性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



结　束　语

长期来看，股票市场是理性的。但是市场如同参加拍卖会。在任意的某一天里，拍卖品可能以高价或低价出售，这取决于有兴趣的竞拍者人数的多少，而有兴趣的竞拍者人数的多少可能受到从天气（谁愿意站在大雨中参加竞价？）到体育比赛（谁愿意在自己最喜欢的球队要进行超大腕决赛的当天去参加拍卖会？）等任何事情的影响。事实上，股票市场的交易大厅就是一个拍卖场。在进入交易大厅的时候，你就必须知道自己想买的是什么，愿意支付的价格是多少，而且你还必须坚持住这些。如果你能做到这些，你会买到一些很不错的东西。

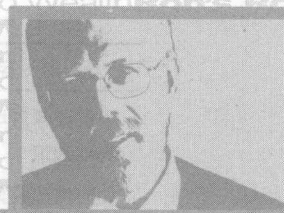
决定你想买什么以及你愿意支付的价格就是投资。为了做好投资，你必须了解当今的投资气候（通货膨胀、利率）。你需要关注政治，因为政治家们制定影响经济气候的规则。你需要留意国际时事，因为这些国际时事可能推迟或加速经济气候的变化。如果你能够做好这些，那么你就能辨认出哪些是市场中的情绪波动，哪些是长期气候的改变。当你认为你知道经济气候是怎样的，并且有了自己的投资策略时，你必须能够坚持住你的观点，即便其他所有人似乎都不同意你的看法。当然，你需要不断地检查你的指标。但是，投资中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最难做到的一点就是在短期波动中仍然坚持你的既有做法，这样你就可以在长期中获利。

但愿本文集能够给你提供一些你了解投资及其与经济的关系所需要的工具。我们特别地选择了这些文章，是因为它们集合在一起为我们称之为明智投资管理的东西提供了基础。明智投资意味着不是在情绪的驱动下进行投资，而是分析过去、评估现在、并为未来做好准备。眼光要超越眼前的吹捧、希望和恐惧，去寻找长期的经济趋势——气候的变化。如果你做到了这些，那么在别的所有人似乎都不同意你的看法时，你将能够坚持自己的立场。这样，不仅你的投资组合能够获得更好的回报，而且你可能还发现自己睡得更香。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



生命与投资基础知识阅读书目

这一阅读书目最初发表于1998年1月，更新于1998年4月。

内容	书名	作者	出版社	日期
事物是如何运行的	《事物是如何运行的》	David Macaulay	Houghton Mifflin	1988
	《世界是如何运行的》	Jude Wanniski	Regnery Publishing	1988
为什么你永远也了解不了异性	《你就是不明白》	Deborah Tannen	William Morrow	1990
价值	《禅及汽车保养艺术》	Robert Pirsig	Bantam	1975
道德标准的演变	《莱拉》	Robert Pirsig	Bantam	1991
为什么全球变暖是不大可能出现的	《气候与人类事务》	Nels Winkless and Ibern Browning	Fraser Publishing	1975
现代自由派与保守派的区别	《观点的冲突》	Thomas Sowell	Basic Books	1988
为什么最优秀的人	《最优秀的与最聪明的》	David Halberstam	Fawcett	1969
与最聪明的人可能大错特错	《藐视大力神》	Ayn Rand	Random House	1957
经济学	《人类行为》	Ludwig von Mises	Yale University Press	1949
经济学速成	《经济学速成》	Henry Hazlitt	Harper & Brothers	1946
政治学	《威尔·罗杰斯文集》		MJF Books	1979
基本面证券分析基础	《证券分析》	Benjamin Graham，David Dodd与Sydney Cottle	McGraw-Hill	1934

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

内　容	书　名	作　者	出 版 社	日 期
了解证券市场的基础知识	《投资生存战》	Gerald M. Loeb	John Wiley & Sons	1935
如何挑选股票	《彼得林奇的成功投资》[1]	Peter Lynch	Simon & Schuster	1989
	《怎样选择成长股》	Philip Fisher	John Wiley & Sons	1957
投资	《聪明的投资者》	Ben Graham	Harper & Row	1949
	《巴菲特致股东的信》[2]	Warren Buffett		
投资国外	《投资骑士》	Jim Rogers	Villard	1994
为什么消费者是上帝	《富甲美国》	Sam Walton	Doubleday	1992
如何将一切融合起来	《财富引路人》	Ron Muhlenkamp	John Wiley & Sons	2007

[1] 《彼得林奇的成功投资》中文版已由机械工业出版社出版。

[2] 《巴菲特致股东的信》中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



词 汇 表

贝塔（beta）

用以衡量相对于市场整体而言，单个证券或共同基金波动性的尺度。S&P500是用来代表整个市场的最常用替代物。如果一个证券的贝塔大于1，那么该证券的价格比整个市场更具波动性；如果一个证券的贝塔小于1，那么该证券价格的波动性低于整个市场。注意，一个证券的贝塔值会随着抽样频率的变化而变化。

债券（bond）

政府或者公司借款的手段之一。债券由两部分构成：本金与息票。息票是债券整个寿命期定期支付给债券持有人的固定金额（因此给债券持有人提供收入）。本金——借贷的金额——在债券到期时偿还。

与股票一样，债券在公开市场上交易。债券的价格按如下方式变动：

- 如果当前市场利率等于票面息率，债券将按面值交易；
- 如果当前利率高于债券票面息率，那么债券将以低于债券面值的价格交易；
- 如果当前利率低于债券票面息率，那么债券将以高于债券面值的价格交易；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

账面价值（book value，BV）

账面价值（也称为“账面”）等于资产减去总负债。它是股东在公司中持有的权益。常常用为“每股账面值”。

红利贴现模型（dividend discount model，DDM）

评估股票价格的一种方法。评估方法是先预测未来红利及公司支付红利的能力，然后以当前利率加一个权益溢价作为贴现率，将红利贴现到现在的价值。如果计算得到的数值高于当前股票价格，那么该股票就被市场低估了。

每股收益（earning per share，EPS）

公司的总利润中可以用于分摊到每股股票上的部分。计算方法是将净收入（或者收益）除以流通股票的总数量。

股票价格－账面价值比（price-to-book，P/B）

公司市场资本总额除以股东在公司中持有的权益。注意，P/B等于每股收益乘以市盈率率（ROE）。

市盈率（price-to-earning ratio，P/E）

股票当前的市场价格除以最近12个月每股收益。

价格－市值比（price-to-value ratio，PVA）

价格－市值比将一个公司股票的当前市场价格与福特权益研究所依据其享有专有权的红利贴现模型计算得到的“公平价值”进行比较。

PVA大于1的股票意味着该公司的股票被高估。PVA小于1意味着该公司的股票被低估。这一模型是否有用取决于“公平价值”是如何确定的。

购买力（purchasing power）

扣除通货膨胀后投资资产的价值。换句话说，如果你想要开支的话，就是你可以用于开支的钱。为了提高一项投资的购买力，投资的价值必须以高于通货膨胀率的速度增加。实现这一目的的途径之一就是通过获得长期资本利得来降低税负，目前长期资本利得的税率低于普通收入的税率。

权益回报率（return on equity，ROE）

公司净收入（或收益）除以股东在公司中持有的权益（账面值）。这一百分比表示公司的盈利能力或者公司使用权益资本的效率。权益资本回报率等于收益除以账面价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你如何估算一个公司到底值多少钱？
你怎么知道该付多少钱购买公司的股票？
在投资股票与债券时，哪些因素有用？

“罗恩·米伦坎普对自己30多年的成功投资实践进行了富于创见的反思，长期投资者将从他的反思中受益匪浅。”

——米尔顿·弗里德曼

“罗恩·米伦坎普是当今金融界最具创造性、最具洞察力的人之一，他有着卓越的投资记录。你会发现，阅读本书会给你带来丰厚的回报。”

——史蒂夫·福布斯
福布斯集团CEO

“公众普遍认为，共同基金经理不可能获得比市场整体更高的投资回报。而罗恩·米伦坎普的投资记录则证明他能做到。本书提供了大量管窥其创造性思维的机会，正是这种思维让他不断取得优于同辈的投资业绩。”

——唐·菲利浦斯
晨星公司执行董事







投稿热线：
(010) 88379007
购书热线：
(010) 68995259, 68995261
读者信箱：
hzjg@hzbook.com

华章网站 http://www.hzbook.com

网上购书：www.china-pub.com

www.wiley.com

上架指导：投资／证券／股票
ISBN 978-7-111-24432-5



定价：42.00元